مقدمة في
الإدارة المالية المعاصرة

الدكتور
دريد كامل آل شبيب
قسم العلوم المالية والمصرفية
كلية الاقتصاد والعلوم الادارية
جامعة الزيتونة الاردنية







مقدمة في
الإدارة المالية المعاصرة



الدكتور
دريد كامل آل شبيب
قسم العلوم المالية والمصرفية
كلية الاقتصاد والعلوم الادارية
جامعة الزيتونة الاردنية



رقم التصنيف : 332
المؤلف ومن هو في حكمه: دريد كامل آل شبيب
عنوان الكتاب: الإدارة المالية المعاصرة
رقم الايداع : 2006/6/1609
الواصفات: /الإدارة المالية//الاقتصاد المالي/
بيانات النشر : عمان - دار المسيرة للنشر والتوزيع
* - تم اعداد بيانات الفهرسة والتصنيف الأولية من قبل دائرة المكتبة الوطنية

الطبعة الأولى
2007م - 1427هـ

الطبعة الثانية
2009م - 1429هـ



دار
المسيرة
للنشر والتوزيع والطباعة

عمان-العبدلي-مقابل البنك العربي
هاتف:5627049 فاكس:5627059
عمان-ساحة الجامع الحسيني-سوق البتراء
هاتف:4640950 فاكس:4617640
ص.ب 7218 - عمان 11118 الأردن
www.massira.jo

الفهرس

الفصل الثالث

العائد والخطر

الفصل الرابع

قيمة النقود

الفصل الخامس

مصادر التمويل

الفصل السادس

الأسواق المالية

الفصل السابع

الاستثمارات الرأسمالية

الفصل الثامن

طرق تقييم الاستثمارات في ظروف المستقبل الأكيد

الفصل التاسع

تكلفة راس المال

الفصل العاشر

إدارة رأس المال العامل

الفصل الحادي عشر

تقييم أدوات ومصادر التمويل والتمويل بالاستئجار

فهرس الأشكال

مقدمة

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم وعلى آله وأصحابه وأتباعه وأنصاره إلى يوم الدين وبعد.

يسعدني أن أقدم للأخوة التدريسيين والمدراء والمدارء الماليين ومالكي المشروع والدارسين والقراء الكرام هذا المؤلف بعنوان الإدارة المالية المعاصرة إذ يعد من الموضوعات المهمة في مجال العلوم المالية ولا يمكن لأي مشروع الاستغناء عن المبادئ الأساسية المستخدمة في إدارة مالية المشروع لما لها من أثر واضح في ضبط المشروع ومتابعة وتقييم الأنشطة واكتشاف الثغرات، ويعرض هذا المؤلف بأسلوب مبسط أساسيات الإدارة المالية للطلبة الأعزاء، وقد يكون هناك الكثير من المؤلفات في الإدارة المالية وأساسياتها، إلا أنه كما شاء المؤلف وبعون من الله جاء بعرض أهم عناصر ومكونات الإدارة المالية المعاصرة مستخدما أساليب حديثة في العرض معززاً ذلك بالأمثلة، وقد تناول هذا المؤلف أهم أساليب الإدارة المالية كمساق أو مادة علمية يمكن أن تبني أساساً متيناً لمساقات مهمة أخرى منها إدارة الاستثمار، والمالية الدولية، المحافظ الاستثمارية، الأسواق المالية والتحليل المالي المتقدم إضافة إلى دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية للمشاريع ومالية الشركات المتقدمة.

لذا فإن هذا المؤلف اشتمل على إحدى عشر فصلاً حيث تضمن الفصل الأول مقدمة في الإدارة المالية وتطورها وطبيعة الإدارة المالية في الألفية الجديدة وأنشطة الإدارة المالية وعلاقة الإدارة المالية بالعلوم والإدارات الأخرى ووظائف الإدارة المالية وموقعها في الهيكل التنظيمي، أما الفصل الثاني فقد تعرض إلى التحليل المالي من خلال بيان مفهوم وطبيعة وأهمية التحليل المالي وطبيعة البيانات والمعلومات المستخدمة وخصائص المحلل المالي وخطوات القيام بالتحليل المالي والمعايير المستخدمة والجهات المستفيدة وأنواع القوائم المالية وطبيعة

عناصرها وأنواع النسب المالية والتحليل الرأسي والأفقي، أما الفصل الثالث فقد كان حول العائد والخطر إذ تضمن العائد على الاستثمار وقياسه وأنواع الخطر الخارجي والداخلي وعلاقة العائد بالخطر وطرق احتساب الخطر، فيما تضمن الفصل الرابع قيمة النقود وعرض المفاهيم قيمة النقود وكيفية احتساب الفوائد البسيطة والمركبة وتأثير ذلك على القيمة المستقبلية للتدفقات النقدية والقيمة الحالية لها وأهم استعمالات القيمة المستقبلية والقيمة الحالية للنقود.

أما الفصل الخامس فقد تضمن مصادر التمويل وأنواع هذه المصادر وتقسيماتها إلى مصادر تمويل طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل إذ تم التعرض إلى أهم مصادر التمويل كالأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات والقروض طويلة الأجل، أما مصادر التمويل قصيرة الأجل فهي الائتمان التجاري والائتمان المصرفي وطرق اختيار مصادر الأموال.

أما الفصل السادس فتعرض للبيئة المالية وأهمها الأسواق المالية ووظائف هذه الأسواق وأنواعها والأدوات المالية المتداولة في السوق المالي.

وعرض في الفصل السابع الاستثمارات الرأسمالية وتعريفها وأهميتها وأنواعها ومراحل تخطيط الاستثمارات.

أما الفصل الثامن فقد تضمن طرق تقيم الاستثمارات في ظروف المستقبل الأكيد حيث تضمن عرض طريقة فترة الاسترداد والقيمة الحالية الصافية ومعدل العائد الداخلي وطريقة معدل العائد المحاسبي.

أما الفصل التاسع فقد تضمن تكلفة رأس المال إذ عرضنا فيه أنواع مصادر رأس المال وكلفة التمويل بمصادر الملكية كالأسهم العادية والأسهم الممتازة وكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة. كما تطرق الفصل إلى كلفة التمويل بالدين من خلال عرض كلفة القروض طويلة الأجل وكلفة السندات والكلفة المرجحة للأموال.

أما الفصل العاشر فقد تضمن إدارة رأس المال العامل من خلال عرض استراتيجيات مصادر الأموال وإدارة النقدية والمخازن والذمم المدينة.

أما الفصل الحادي عشر فقد تضمن تقييم أدوات ومصادر التمويل حيث عرضنا فيه تقييم الأسهم العادية والممتازة وتقييم السندات والتمويل والاستئجار التمويلي إذ تم عرض خصائص الاستئجار التمويلي وأنواعه وتقييم الاستئجار وكلفته مقارنة بملكية الأصول المستأجرة.

ويرى المؤلف أن هذا الكتاب الذي جاء ثمرة لمعارف وخبرات متعددة أكاديمية تدريسية واستشارية ومهنية عاشها المؤلف لسنين طويلة وكان عملاً شاقاً.

وخفف عني هذا الشقاء فضل الله ورحمته الواسعة أولاً ومن ثم عون زوجتي التي أكن لها كل الاعتزاز والتقدير فالحمد لله على نعمته ولزوجتي وأولادي كل العرفان وهذا لا يعني تكامله بل قد ينقصه بعض الحلقات، وأتمنى من الأخوة الأكاديميين وجميع من يقرأ هذا الكتاب أن لا يترددوا في إبداء الملاحظة أو التعليق أو الأفكار الإضافية التي تعزز القيمة العلمية له خدمة للقطاع الاقتصادي والمالي العربي.

وشكرا لله على نعمة المعرفة التي جعلني أتمتع في تدوينها لخدمة الإنسان العربي في جميع أوطانه.

والله الموفق وهو صاحب الفضل العظيم.

المؤلف

د. دريد كامل آل شبيب

عمان 2006

mohadsh2001@yahoo.com

الفصل الأول

مقدمة في الإدارة المالية

- تطور مفهوم الإدارة المالية.
- الادارة المالية في الالفية الجديدة والبيئة المالية
- أنشطة الادارة المالية
- علاقة الإدارة المالية بالإدارات والعلوم الأخرى
- وظائف المدير المالي
- موقع الإدارة المالية في الهيكل التنظيمي

الفصل الأول

مقدمة في الإدارة المالية

(An Introduction To Financial Management)

ان الاسس النظرية التي تشكل مرتكزا أساسيا للعلوم التطبيقية تعد احدى الوسائل المهمة لاستخلاص النتائج واتخاذ القرارات والأحكام التي تطبق في عالم الاعمال وأصبحت الإدارة المالية وسيلة أساسية في تحقيق اهداف المشاريع من خلال الادوات ووسائل التحليل التي تستخدمها في تحويل البيانات الى معلومات وتوفير البدائل بشكل علمي للوصول إلى تحقيق اهداف وتنفيذ خطط المشروع.

ان المفاهيم والاسس النظرية التي تقوم عليها الإدارة المالية تعد الوسيلة الاساسية لتوضيح القواعد التي يجب ان يستخدمها المشروع للعمل على تحقيق اهدافه، فالمشروع الاقتصادي يعد بمثابة خلية في جسم الاقتصاد القومي وان نجاح واستمرارية هذا المشروع لا بد أن تحكمه قواعد وأسس نظرية تكون أساس علمي وعملي تستخدم في سبيل تحقيق الأهداف المرسومة على مستوى المشروع أو على مستوى الاقتصاد القومي بشكل عام .

يهدف كتاب الإدارة المالية المعاصرة إلى عرض مفهوم وأهمية الإدارة المالية والوسائل التي تستخدمها في تحقيق اهداف المشروع بشكل يسهل على الطالب والمدير المالي تكوين اساس مفاهيمي يكون مرتكزا للعمل او لفهم المتطلبات المتقدمة من مساقات اقسام كلية العلوم الادارية والاقتصادية، وقد اخذ المؤلف بنظر الاعتبار ان تكون محتويات هذا الكتاب منسجمة مع متطلبات عناصر التأهيل الدولية لخريجي أقسام الاقتصاد والعلوم الإدارية المقرة من قبل لجنة اليونكتاد لمساق الإدارة المالية إضافة إلى متطلبات تدريس هذا المساق في الجامعات العربية.

وتضمن هذا الكتاب مفهوم واهمية ووظائف ودور الإدارة المالية في اقتصاديات المشروع والبيئة المالية التي تحيط به وفي حماية وجوده من خلال ايلاء الاهمية للاسواق المالية وللعلاقة بين العائد والخطر اضافة الى اهمية استخدام طرق التحليل المالي للمشروع وتحويل البيانات الى معلومات يمكن ان تكون اساس جيد لاتخاذ القرارات وتحقيق ألاهداف، كما تضمن عرضا لانواع مصادر التمويل المتاحة للمشاريع وتحديد كلفة كل مصدر من هذه المصادر وكيفية اختيار المزيج الامثل لهيكل راسمال المشروع، وتم عرض اهمية التدفقات النقدية للمشروع وكيفية استخراجها واعداد قائمة التدفق النقدي وتحليل هذه القائمة والنسب المالية المستخدم في تحليلها ودورها في اكتشاف متانة المركز النقدي للمشروع اضافة الى عرض اهمية استخدام مفاهيم القيمة الزمنية للنقود والقيمة المستقبلية لها في اتخاذ القرارات، ثم عرض الكتاب اهمية ادارة راس المال العامل من النقد والمخزون والذمم المدينة وعرض اهمية التمويل طويل ومتوسط الاجل بضمنه التمويل بطريقة الاستئجار التمويلي .

تطور مفهوم الإدارة المالية .

شهدت الوظيفة المالية كالوظائف الادارية الاخرى تطورات متلاحقة على مر العصور والمراحل وارتبط هذا التطور بالتوسع في النشاط الاقتصادي والاجتماعي واختلاف الايديولوجيا والنظم الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتكنولوجية والالكترونية التي مرت بها المجتمعات البشرية، وقد واكب تطور ألاداره المالية في المشروع الاقتصادي التطور الحاصل في علم الاقتصاد والعلوم الادارية والمحاسبية الاخرى وفي استخدام الادوات الرياضية والاحصائية اضافة الى التطورات التقنية التي تميز بها هذا العصر.

بداء تبلور الافكار الاقتصادية والادارية في القرن الثامن عشر على اثر ظهور النظرية الكلاسيكية في الاقتصاد وتركيزها على حرية العمل الاقتصادي وطرحها لبعض الأفكار الخاصة باساليب التخطيط والتنظيم والرقابة المالية بهدف رفع القيمة الحقيقية للمشروع انطلاقا من مفهوم الندرة ومحدودية عناصر الانتاج الى اظهار

اهمية التنظيم في استغلال هذه الموارد بفاعلية، وفي النصف الثاني من القرن الثامن عشر بدأ الاهتمام بفصل النظريات التي يتعامل بها علم ادارة الاعمال عن تلك النظريات في علم الاقتصاد وخاصة بعد تعاظم دور الثورة الصناعية ودخول وسائل انتاج حديثة في انشطة المشاريع واصبح للمشروع الاقتصادي دورا فاعلا في الاقتصاد القومي وفي تحقيق النمو والتطور.

وكان لعلماء الادارة وتطور الفكر الاداري دورا فاعلا في تطور الادارة المالية اذ كان الهدف الاساسي من افكار بعض علماء الادارة التاثير على الكلف في المشاريع واهمها ما يتعلق بدراسة الوقت والحركة، ومن ثم تحليل الظاهرة الاقتصادية وإقتراح الإجراءات التي تختصر الوقت والحركة بهدف زيادة كفاءة الإنتاجية على مستوى المشروع، مما أدى إلى زيادة الحاجة إلى التخطيط المسبق والتحليل واختيار البدائل لتحقيق الأرباح وتامين استمرارية نمو المشروع، وهنا بدأ يظهر دور الإدارة المالية في عملية التخطيط المالي بهدف الحصول على التمويل للمشروع بأقل كلفة ممكنة وتحديد كيفية الحصول على الموارد المالية اللازمة، وقد اقتصر دور الإدارة المالية في هذه الفترة على عملية تمويل المشروع وتامين الموارد المالية اللازمة له وخاصة في مجال التمويل طويل الأجل واختيار البديل الأمثل.

وفي مطلع القرن العشرين تركز الاهتمام على دراسة الأسواق المالية وتحديد مصادر التمويل المتاحة من خلالها، وبعد التوسع في تأسيس الشركات المساهمة واستخدام أسلوب التمويل بإصدار الأسهم العادية والممتازة كمصدر أساسي من مصادر الأموال، أخذت الإدارة المالية دورها بدل الإدارات الأخرى في تحديد واختيار مصادر التمويل، وقد عزز هذا الدور التوسع بتاسيس البنوك والبيوت المالية كنتيجة لوجود فوائض مالية لدى هذه المؤسسات التي ابدت رغبتها في التوسع بالاستثمار المالي.

وقد لعب التوسع في إنشاء المشاريع والتطور التكنولوجي دورا كبيرا في تغير مفهوم ودور الإدارة المالية للمشروع، كنتيجة لاحتياج هذه المشاريع إلى أموال ضخمة أو استثمار الفائض من هذه الأموال اضافة الى اهمية حسن ادارة مالية

المشروع على المديين القصير والطويل الاجل، وبرز دور الإدارة المالية في تامين السيولة النقدية للمشروع واختيار الطريقة المناسبة للتمويل الخارجي بعد التوسع الكبير في حجم المشاريع والأموال المستثمرة فيها.

وعلى اثر حدوث الكساد الاقتصادي العظيم عام 1929 أخذت الإدارة المالية بالاهتمام والعمل على استمرار وديمومة المشاريع من خلال البحث عن الوسائل الكفيلة للبقاء في دنيا الأعمال وإنقاذ المشاريع من الانهيار والإفلاس، فازداد بذلك الاهتمام باتباع الوسائل التي تبعد المشروع عن اتخاذ خطوات إعادة التنظيم الإجباري وحماية المشروع من أخطار الإفلاس والتصفية.

واتجهت الادارة المالية الى الاهتمام بالتخطيط المالي ودراسة هيكل المشروع واعادة التنظيم والاندماج، كما كان فشل بعض المشروعات وتاثير ذلك على الاسواق المالية والمستثمرين نتيجة للغش والتلاعب في البيانات والمعلومات الصادرة في التقارير المالية المنشورة من قبلها السبب الرئيسي لفرض بعض الشروط وفقا للقوانين الحكومية وفرض الرقابة على المشاريع الاقتصادية والزامها بضرورة توخي الدقة عند عرض البيانات والمعلومات المالية ونشرها على جمهور المستثمرين بحيث تعكس الواقع الفعلي لنتائج انشطة المشروع، ولتعزيز مدى صدق هذا التقارير تم استخدام اسلوب التحليل المالي كوسيلة للربط بين عناصر هذه البيانات من خلال المقارنات النسبية بين عناصر القوائم المالية الصادرة عن الشركات وإيجاد المعايير اللازمة لتقييم ألا نشطه المالية للمشروعات وتوعية جمهور المستثمرين والمالكين وتبسيط عرض المعلومات المتاحة.

ثم تحول الاهتمام الى التدفقات النقدية للمشاريع من حيث الحجم والوقت واعطاء الاهمية لاستخراج القيمة الزمنية للنقود من خلال استخراج القيمة الحالية والمستقبلية لها باستخدام قائمة الموارد والاستخدامات ثم اعداد قائمة التدفق النقدي والقيام بتحليل عناصرها واستخدام التخطيط المالي والرقابة المالية لتحقيق هدف الاستخدام الأمثل للموارد المالية.

وكان لسهولة الحصول على البيانات الإحصائية بسبب التطور التقني المستخدم في اعداد هذه البيانات ولظهور أساليب بحوث العمليات واستخدام بعض الادوات الرياضية وتطبيق البرمجة الخطية في اسخراج افضل البدائل المتاحة لتسهيل مهمة اتخاذ القرارات في أواسط الخمسينات اثر كبير في توجه الإدارة المالية نحو الاهتمام بموضوع الاستثمارات وتقييمها واختيار افضل البدائل.

من خلالها بدأ تطبيق الأساليب الرياضية الحديثة في النماذج التمويلية للوصول إلى القرار السليم الذي يحقق هدف الاستثمار الأمثل للأموال المتاحة.

و شهدت الإدارة المالية تطورا ملحوظا في مرحلة الستينيات من القرن العشرين أذ انها أتجهت نحو الاهتمام بالقضايا الفلسفية التي تتعلق بتوسع دور الإدارة المالية في المشروع وأبراز دورها كاستشاري للإدارة العليا لغرض المساهمة باتخاذ القرارات المهمة في تحقيق أهداف المشروع، ولتأخذ دورها في التخطيط والرقابة وتقييم ربحية المشاريع والمشاركة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالموازنة الرأسمالية وتقييم راس المال الثابت ورسم هيكل الموجودات والأصول للاستثمارات القائمة والمستقبلية، ومعرفة التدفقات النقدية وتوقيتاتها واقرار السياسات التمويلية المثلى والتي تشمل سياسة الاقتراض وتوزيع الأرباح وادارة المفاوضات مع مؤسسات التمويل للحصول على الأموال اللازمة.

وفي بداية العقد الأول من القرن الواحد والعشرين برز دور الإدارة المالية بشكل متميز بعد ان تم استخدام الأجهزة الإلكترونية وتكنولوجيا المعلومات في التعاملات المالية والتجارية والاقتصادية وبشكل موسع ودخول مظاهر العولمة إلى مختلف القطاعات الاقتصادية وشاعت مظاهر المنافسة الشديدة بين المشاريع نتيجة انفتاح الاقتصاد الوطني على دول العالم الأخرى، إذ يتميز النظام الجديد بسرعة الحصول على البيانات وضخامة حجم المعلومات وتنوعها وهذا جعل من الإدارة المالية إحدى أهم الإدارات في المشاريع نظرا لتوسع دورها في التعامل مع وسائل التمويل المختلفة وادارة السيولة لتلبية الاحتياجات قصيرة ومتوسطة الأجل واختيار الأمثل منها والاهتمام أول بأول بتحليل البيانات المالية

واستقرائها وعرضها ومقارنتها، والمساهمة في اتخاذ القرارات على مستوى المشروع.

وفي ضؤ ذلك توسع دور الإدارة المالية فبالاضافة الى أعداد تقارير استشارية تهدف الى الحصول على الأموال وكيفية ادارتها بداء دورها يتوسع نحو المساهمة الفعلية في اتخاذ القرار وتحديد حجم الأموال التي يحتاجها المشروع ونوع الاستثمارات التي تتوجه إليها هذه الأموال في ضوء البدائل المعروضه، وتوسع مفهوم الإدارة المالية وتنوعت وظائفها واصبحت اكثر شمولا وامتدت الى المساهمة الفاعلة في اتخاذ القرارات الاستثمارية طويلة الاجل وفي تحديد هيكل راس المال لهذه الاستثمارات واتخاذ القرارات التمويلية التي تحدد مقدار التمويل بالملكية والاقتراض وتحديد طبيعة مصادر التمويل والاهمية النسبية لمساهمة كل مصدر من مصادر التمويل واختيار المزيج المناسب منها لغرض تحديد كلفة راس المال ودرجة الخطر التمويلي.

وتولي الادارة المالية دورا مهما" للموازنة بين السيولة والربحية من خلال الاستفادة من اساسيات وادوات تحديد البدائل والاستخدام الامثل للموارد المتاحة وازدادت أهمية وظيفة التخطيط والرقابة المالية من خلال استخدام ادوات التنبؤ المالي والموازنات النقدية التقديرية والتحليل المالي، وبذلك تطورت الأدوات التي تستخدمها الإدارة المالية في تقييم أداء المشروع باستخدام مختلف الوسائل والادوات الإحصائية والرياضية في تقييم الأداء الشامل للمشروع.

ويمكن القول بان المراحل التي تطورت بها الادارة المالية تتضمن ثلاثة مراحل أساسية كانت كما يلي:-

المرحلة الأولى: اذ ركزت على الاهتمام بالتمويل طويل الأجل من خلال البحث عن مصادر تمويل خارجية كإصدار الأسهم العادية والسندات التي اعتبرت إحدى مصادر التمويل الأساسية في المشاريع، وعزز ذلك تغير الشكل القانوني للشركات من الشركات الشخصية والعائلية المحدودة الى تأسيس

الشركات المساهمة لاعداد كبيرة من المالكين اذ بدا الفصل بين الملكية والادارة، ولم تهتم الادارة المالية في حينه بالتمويل قصير الأجل بل ركزت اهتمامها في بعض المراحل على التكيف مع الأزمات الاقتصادية وانجاح عمليات التصفية (Liquidation) وإعادة التنظيم(Reorganization) والاندماج(Merger)، وقد اهتمت عمليات التحليل بالبيئة الخارجيةوالعوامل التي تؤثر على أنشطة الشركات وكيفيه تسويق أوراقها المالية .

المرحلة الثانية: التي تأثرت بأفكار المدرسة الاقتصادية الكلاسيكية الجديدة فبالإضافة إلى الاهتمام في التمويل طويل الأجل بدأ الاهتمام بالتمويل قصير الأجل إذ شملت عمليات التحليل كافة أنواع الشركات، واعتبرت الإدارة المالية إحدى أهم وظائف المشروع وأعطت لمصادر واستخدامات الأموال وكيفيه الموازنة بين السيولة والربحية والمخاطر دورا كبيرا، وبينت مدى تاثير اختيار وتشغيل الموجودات على شكل التمويل الذي يؤثر بدوره على هامش الربح وبرزت أهمية الأنشطة الداخلية وقد تطورت الأهداف في ضؤ ذلك.

والمرحلة الثالثة: تأثرت بالتطورات التقنية والانفتاح الاقتصادي والمالي العالمي واصبح الهدف تحقيق أقصى قيمة للمشروع وقد تم ربط معدل الأرباح بدرجة الخطر المتوقعة في المستقبل، وبدأت القرارات المالية تهتم باهمية الموازنة بين الربح والخطر والسيولة وزيادة القدرة على المنافسة، وقد تم استخدام الوسائل الرياضية والكميه والإحصائية للوصول إلى تحقيق هدفي التخطيط والرقابة للإدارة المالية وبدء الاهتمام بالعوامل الخارجية إضافة إلى العوامل الداخلية كعناصر مؤثرة على اتخاذ القرارات المالية وعمليات التخطيط المالي، وهذا أدى إلى تغير موقع المدير المالي في الهيكل التنظيمي للمشروع واصبح جزءا مهما من آلية اتخاذ القرارات.

ان اي مشروع من الناحية التنظيمية يتألف من مجموعتين اساسيتين تلعب دورا فاعلا في تنفيذ انشطته المجموعة الاولى هي ادارة العمليات التي يتولى مسؤوليتها

مدير العمليات والثانية هي الادارة المالية التي يتولى مسؤوليتها المدير المالي وهكذا يبدا تنظيم المشروع، وان نقطة الارتكاز في العمل التنظيمي يجب ان يكون توازن بين مسؤوليات وصلاحيات ادارة العمليات والادارة المالية بما يؤدي الى وجود ضوابط لطريقة عمل المشروع.

ان الادارة المالية هي العنصر الثابت في المشروع مهما اختلف طبيعة عمل هذا المشروع فهي الشريك الدائم لاية ادارة وان الثالوث الاساسي في الادارة هم المدير العام والمدير المالي ومدير العمليات.

ويمكن مبدئيا أن نعرف الإدارة المالية بانها عبارة عن مجموعة من المفاهيم والأدوات التي يستخدمها المشروع لاستثمار الاموال بكفاءة لتعظيم قيمة المشروع وبما يؤدي الى تحقيق هدف البقاء والنمو والاستمرار، وتحقيق اعلى ربح ممكن باقل التكاليف سواء عند تحديد مصادر الاموال او عند القيام باستثمار هذه المصادر.

وعرفت بعض المراجع العلمية الإدارة المالية بأنها إحدى وظائف المشروع التي تشمل تنظيم مجرى الأموال فيه وتخطيطه والرقابة عليه وتكوين المدراء الماليين والتحفيز المالي للأفراد في المشروع .

وفي تعريف آخر بين بان الادارة المالية عبارة عن مجموعة الوظائف الإدارية الهادفه الى ادارة مجرى النقد لتمكين المشروع من تنفيذ أهدافه ومواجهة ما يستحق عليه من التزامات في الوقت المحدد، ونستخلص من التعريفين اعلاه شمولية الإدارة المالية بوصفها مكملة لباقي الوظائف الأخرى وليس هناك حد فاصل يفصلها عن هذه الوظائف .

وعرّفها الكاتب فان هورن (Van Horne) بأنها الإدارة التي تهتم بتجهيز الأموال ووسائل الدفع وتقوم بدور واسع في التخطيط المالي وإدارة الموجودات لتحقيق أقصى الأرباح مقابل تحمل الخطر Risk وتنويع الاستثمارات Diversification of Investment من أجل تخفيض أثر الخطر، واضاف هذا التعريف آثار الخطر والتوازن بينها وبين تحقيق أقصى الأرباح فضلاً عن أخذ الاتجاهات

السابقة بنظر الاعتبار والتي أشارت إلى أن الوظيفة المالية هي وظيفة أساسية تربط باقي الوظائف بعضها ببعض ودورها الفعال في التخطيط والرقابة .

مما تقدم يمكن تعريف الادارة المالية بانها فن وعلم ادارة الاموال ونعني بكلمة فن توفير بعض الفرص للتعبير عن المهارات والابداع في ادارة الاموال، اما كلمة علم فتعني انها تستخدم الحقائق المستندة على النظريات والمباديء والمفاهيم التي تتعلق بالقرارات المالية.

وبناء على هذه التعاريف هناك ثلاثة عناصر تتعامل معها الوظيفة المالية وهي:

1- معرفة حجم الأموال المستثمرة في الموجودات .
2- معرفة هيكل المطلوبات .
3- معرفة الهيكل المالي للمشروع .

واستناداً إلى هذه االعناصر لا بد لادارة مالية المشروع من اتخاذ ثلاثة قرارات استراتيجية فيما يتعلق بسياسات الاستثمار Investment Policy وسياسات التمويل Funding Policyوسياسات توزيع الحصص Policy of Share Allocation.

وهذه القرارات تشكل بمجموعها المهمات الأساسية لوظيفة الإدارة المالية المعاصرة.

الادارة المالية في الالفية الجديدة والبيئة المالية

ادت التطورات التكنولوجية في الالفية الثانية الى احداث تطور في الادوات المستخدمة والوسائل والبيانات والمعلومات المتاحة من قبل الادارة المالية اذ اصبح الحصول عليها ممكن في اللحظة التي يحتاج اليها المدير المالي واتسم نقل البيانات والمعلومات بالسرعة والدقة وانعكس اثره على القرارات التي اصبحت اكثر دقة وصواب، كما وفر العصر الحالي مستلزمات سرعة انجاز المعاملات المالية وسرعة تحليلها ووصولها إلى مختلف الجهات المستفيدة.

ان العناصر الاساسية المكونة للبيئة المالية في هذه الالفية الجديدة والتي تؤثر على المشروع وادارته المالية هي:-

- اسواق عوامل الانتاج والتي تتاثر تحديدا بسياسات المشروع فيما يتعلق بالانتاج واسلوبه واستخدام طرق التسويق المتاحة وكيفية اداء وظيفة المشتريات والسياسة المخزنية والبحث والتطوير واختيار مصادر التمويل المناسبة .
- اسواق السلع والخدمات وانواعها وتطورها ودرجة المنافسة والتطور الحالي والمستقبلي في استخدام النماذج الجديدة والابتكار والابداع والتغير التكنولوجي وتاثيره على الذوق .
- اسواق النقد وراس المال اي الاسواق المالية وطبيعة الادوات المالية المتداولة في هذه الاسواق وحجم التداول ودرجة سيولة السوق.
- السياسات المالية والنقدية والتشريعات الحكومية.

ان ذلك ادى الى منح دورا" كبيرا" للادارة المالية في المساهمة بدراسة وتحليل النموذج المالي الذي يركز على تخفيض كلفة الخدمات والانشطة الانتاجية، ودراسة كلفة انشاء كل خدمة وطريقة التمويل الافضل لها ودور الادارة المالية في تنظيم واعداد الحسابات والبيانات المالية، وادارة مصادر تمويل العمليات من راس المال المملوك والاقتراض.

انشطة الادارة المالية:

يمكن تقسيم نشاط الادارة المالية وفقا للجهات التي تمارسها الى ما يلي:-

- **الادارة المالية الحكومية(Public Finance)**: وهي الادارة المعنية بادارة الاموال العامة للدولة من ايرادات ونفقات خلال الفترة المالية التي تعد بها الموازنة العامة للدولة، ويلاحظ ازدياد الاهتمام بتطوير ادارة مالية الدولة بعد التطورات الحاصلة في الثقافة الاجتماعية والتكنولوجية والحرص على الشفافية في عرض اموال الدولة وكيفية التصرف بها اضافة الى انتشار ظاهرة الفساد الاداري والمالي

في استخدام اموال الدولة مما حفز الادارة المالية لدراسة كيفية تطوير ادارة مالية الدولة لمواكبة هذه التطورات.

وياتي الاهتمام بادارة مالية الدولة بسبب قلة الموارد المالية للحكومة وعدم التوزيع العادل للدخل والثروة والعجز المستمر في الموازنة العامة للدولة وعدم وجود اجهزة واساليب متابعة ومراقبة فعالة.

- **الادارة المالية لمشاريع القطاع الخاص(Private Sector Finance)** : وهي الادارة المالية التي تدرس جميع مايتعلق بايرادات المشاريع ونفقاتها القصيرة والطويلة الاجل وضبط الاموال نتيجة التوسع في انفصال الملكية عن الادارة وتوسع دور هذه الادارة متاثرا بالتطورات التكنولوجية وانتشار مظاهر العولمة والانفتاح الاقتصادي الذي ادى الى ارتفاع حدة المنافسة بين المشاريع وانتشار الاسواق المالية وانفتاحها على الخارج نتيجة لزيادة حرية التعامل بالعملات الاجنبية في الاسواق المحلية.
- **الادارة المالية الشخصية (Personal Finance)**: وهي الادارة المعنية بالاموال الشخصية للفرد والمتمثلة بايرادات ونفقات الفرد واستثماراته وهي ايضا لاتقل اهمية عند اكثر الاشخاص نظرا لتنوع مصادر التمويل الشخصية وارتفاع حجمها وتوفر الفرص للاستثمار بمبالغ قليلة وخاصة في الاسواق المالية.

علاقة الإدارة المالية بالإدارات والعلوم الأخرى

العلاقة مع قسم المحاسبة

كان التصور العام في الماضي بعدم وجود فصل بين قسمي المحاسبة والادارة المالية الا ان التطور التكنولوجي والتوسع في استخدام ادوات الإدارة المالية المعاصرة قد عزز نظرة الانفصال بين الادارة المالية والمحاسبة حتى اصبح قسم المحاسبة جزء من الادارة المالية للمشروع التي تشرف على تسيير قسم المحاسبة، وتعتمد الادارة المالية على مخرجات المحاسبة في عمليات التحليل والاستقراء والاستنباط وعرض البيانات،

اذ تقوم المحاسبة باعداد القوائم المالية الختاميةالتي تستخدمها الادارة المالية في عمليات التحليل وعرض المقترحات.

علاقة الادارة المالية بقسم التسويق.

والتسويق (marketing) له أيضا صلة وثيقة بالإدارة المالية اذ تقوم الادارة المالية بتحديد مبالغ التمويل اللازمة لقسم التسويق والمساهمة في وضع الخطط التسويقية الملائمة للمشروع في ضؤ مفاهيم العائد والكلفة والمقارنة بين كلفة الحملات الاعلانية وطريقة البيع بالاجل كاسلوب لتصريف البضاعة.

إذ ان إنتاج سلعة جديدة يتطلب تخصيص مبالغ مالية كبيرة مسبقا لانتاجها وترويجها في الأسواق، خاصة في المراحل الأولى للانتاج وعلى المدير المالي تقدير العائد من المبيعات والتدفقات النقدية الداخلة بعد طرح السلعة في السوق.

علاقةالادارة المالية بقسم ادارة الاعمال

هناك علاقة مكملة بين الادارة المالية وادارة الاعمال اذ على المشاريع الجديدة ان تحدد مقدار التمويل اللازم لمتطلبات تكلفة ادارة الاعمال وتقوم بهذه المهمة الادارة المالية آخذين بعين الاعتبار العمل على تخفيض كلفة الاعمال الادارية المساندة واختيار البدائل الاقل كلفة.

علاقة الادارة المالية بقسم ادارة الانتاج

ان تحديد امكانيات الانتاج والخطة الانتاجية يعتمد بالدرجة الأولى على اهمية استغلال الطاقة القصوى للمشروع وان مهمة الادارة المالية هي في توفير الاموال اللازمة لتنفيذ خطة الانتاج بنجاح، وتمويل جميع الانشطة الانتاجية دون تاخير وهذا يتم بالتنسيق بين اقسام الانتاج والمالية.

علاقة الادارة المالية بالتكنولوجيا

لعبت التكنولوجية دورا كبيرا في تطور الادارة المالية من خلال تسريع انجاز العمليات المالية والمصرفية وحفظ المعلومات بسرية وسرعة الحصول عليها ونقلها وتعدد

الفرص المتاحة في التمويل والاستثمار من حيث التنويع الجغرافي والتنويع في الادوات المتاحة ولذلك اخذت برامج الكومبيوتر باحتياجات الادارة المالية وتطويرها.

ان ذلك جعل اتخاذ القرارات سريعة ووفر من خلال الاطلاع المباشر من قبل المدراء الماليين على البورصة بواسطة اجهزة الكومبيوتر واستخدام الانترنت سرعة اتخاذ القرار.

فعلم الحاسب (computer) واستخدامه و التطورات الحديثة في هذه التقنية ادت الى استفادت الإدارة المالية منها وباستعمال الحاسب الإلكتروني اصبح من الممكن معرفة التدفقات النقدية بشكل يومي، مما يساعد المدير المالي على اتخاذ القرارات بشكل أسرع وأدق .

وساهمت حقول المعرفة العلمية الاخرى في بلورة وتطوير الأساس النظري للإدارة المالية فنظريات علم الاقتصاد في بداية نشوءه وخاصة نظريات الكلاسيك أعطت الإدارة المالية الاساس الفكرية نحو استخدام الاسلوب العقلاني في تقييم قرارات الاستثمار والتمويل التي تعتمد على دراسة البيئة.

إذ أن الاقتصاد ومن خلال نظرياته يفيد في فهم حركة التغيرات ذات العلاقة بهذه البيئة، وطالما إن المشروع الذي تهتم الإدارة المالية باستمراره هو جزء من هذه البيئة فان الآثار المترتبة للسياسات الاقتصادية تنعكس بلا شك على المشروع من حيث الحصول على الأموال وتحقيق الأرباح، وعلية فالإدارة المالية تهتم بالظروف الاقتصادية المرتقبة وتأثيرها على البيئة المالية ونظريات اتخاذ القرار، كما توجد علاقة وطيدة بين الاقتصاد والإدارة المالية لانهما يهدفان إلى الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة وينطلقان من مفاهيم المنفعة ومنحنيات السواء، ويتأثر أداء المشروع بإداء الاقتصاد الكلي والسياسات المالية والنقدية واسعار الفائدة وتأثيرها على مصادر التمويل واهمية استغلال الموارد المتاحة الاستغلال الامثل في ضؤ مفاهيم الندرة.

وعلم الاقتصاد الكلي (macro economics)يعطي المدير المالي خلفية جيدة لمراقبة تطورات أسعار الفوائد وكمية رؤوس الأموال المتاحة في السوق قبل والتنبؤ

باتجاهاتها في المستقبل من اجل وضع خطط للاستثمار من حيث الكمية والتوقيت وطريقة التمويل.

أما الاقتصاد الجزئي (microeconomics) فهو يساعد المدير المالي على تبني خطط ونماذج (models) تقيس درجة الكفاءة ليتمكن من إنجاز عملية التخطيط المالي على نطاق المشروع.

أما بالنسبة لعلاقة الإدارة المالية بالمحاسبة فلا تزال مخرجات النظام المحاسبي المصدر الأساسي للبيانات والمعلومات التي تستعملهاالإدارة المالية في التحليل وقياس الأداء والرقابة والتخطيط المالي واتخاذ القرار، إذ تهتم المحاسبة بعملية جمع البيانات واعداد الميزانيات وقوائم الدخل، بينما ينصب اهتمام الإدارة المالية باستخدام هذه المخرجات وتحويل البيانات والعناصر المحاسبية إلى معلومات تعد أساس لتقييم المشروع واتخاذ القرار.

إن التطور الذي حصل في استخدام ادوات علم الإحصاء والرياضيات قدم الوسائل الرياضية والاحصائيه المناسبةللادارة المالية في قياس الخطر وتحديد درجة الأمان والتنبؤ بالمستقبل وفي اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة من خلال نظريات الاحتمالات وتوفير الأدوات التحليلية اللازمة وبشكل علاقات نسبية استخدمت في تحديد كلفة مصادر التمويل المختلفة والتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية وكيفية قياس درجة الخطر للمشاريع.

أهداف الإدارة المالية (Objectives of Financial Management)

تنطلق الاهداف الاساسية للمشروع من الفكرة الاولى لتاسيسه وفي عالم الاعمال فان الاساس في انشاء المشروع هو الحصول على اكبر عائد ممكن باقل درجة خطر، وازداد دور الإدارة المالية في المساهمة في تحقيق هذا الهدف من خلال استخدام ادواتها ولذلك توسع دورها في التاثير على القرارات وخاصة ما يتعلق بعناصر هيكل رأس المال ومصادر التمويل وأنواعه وطبيعة وحجم وانواع الاستثمارات المختارة في الاصول.

وبشكل عام فان هدف الإدارة المالية هو تحقيق أهداف المالكين والتي تتمثل في تعظيم القيمة السوقية للمشروع والثروة وتعظيم الربحية والعائد الاجتماعي، وبذلك فان الاهداف الحقيقية للإدارة المالية تعد اهداف شاملة تضم تعظيم ثروة المالكين أي تعظيم قيمة المشروع بالاضافة الى الربحية وتحقيق العائد الاجتماعي، وفي ضوء ذلك فان الإدارة المالية تسعى إلى تحقيق أهداف المشروع وفقا للمنظور الشامل، وهو دراسة كل هدف من خلال النتائج التي يحصل عليها المشروع ككل حاليا ومستقبلا وهذه الأهداف هي:-

أولا: هدف الربحية: هو مقدار العائد المتحقق والذي يحصل عليه المشروع نتيجة تشغيل الاموال في المجال الاستثماري ويعد إحدى المؤشرات المهمة للحكم على كفاءة المشروع وقدرته على الاستمرار.

ويمكن قياس قدرة المشروع على توليد الربح من خلال معرفة القدرة الايرادية الناجمة عن التدفقات النقدية من انشطة المشروع التشغيلية، وتعتمد القدرة الايرادية لأي مشروع على عنصرين:-

الأول تحقيق هامش الربح الذي هو النسبة بين صافي الربح قبل الفوائد والضرائب وصافي المبيعات و قياس معدل دوران الأصول الذي هو النسبة بين صافي المبيعات واجمالي الأصول المستخدمة في الإنتاج، وهذا يعني ان القدرة الايرادية للمشروع تعتمد على صافي الربح التشغيلي وصافي المبيعات والأصول.

والعنصر الثاني هو معدل العائد على الاستثمار الذي يحسب من خلال استخراج نسبة صافي الربح التشغيلي قبل الضرائب على مجموع الأموال المستثمرة وهومؤشر يقيس مقدرة المشروع في تحقيق الأرباح سواء من تشغيل المشروع او من مصادره الاخرى غير التشغيلية.

وهدف تعظيم الربحية(Profit Maximization) هدفا تقليديا كونه قياس مهم لفاعلية القرارات المتخذة ولقياس كفاءة وقدرة المشروع على تحقيق العوائد، والربحية احدى اهم المقاييس لقياس كفاءة أداء المشروع وخاصة من وجهة نظر مالكين المشروع الذين يطمحون للحصول على اكبر ربح يوزع عليهم، ولكنه يعد هدفا غير

شامل من وجهة نظر الماليين لانه قد لايعبربصورة واضحة عن زيادة ثـروة المشـروع وتعظيم قيمته فمن الممكن أن تزيد أرباح المشروع من خلال إصـدار اسـهم جديـده وتوظيف الفائض من الأموال في أذونات الخزينة او السبب هو زيادة حجم المبيعـات الآجلة الذي يشكل نسبة كبيرة من اجمالي المبيعات.

ولكن هدف الربحية ليس بالهدف الشامل والوحيد الذي نركـن اليـه في تقييـم ادارة المشروع وذلك للاسباب التالية:-

1-انه يهمل وقـت وحجـم التدفـق النقـدي للمشروع إذ إن الحصـول علـى مبلـغ 20000دينار في السنة الأولى لاحد المشاريع افضل من الحصول على 5000 دينـار للبديل الاخر حتى ولو كان اجمالي الارباح للمشروعين متسـاويه، اذ ان المشـروع الاول يستطيع إعادة استثمار مبلغ (20000) دينار لتحقيق عوائد أخـرى محتملـة، إضافة إلى انخفاض تأثير قياس القيمة الحالية للنقود على قيمة هذا التدفق .

2-إن هذا الهدف لا يعطينا إجابة واضحة عن المقصود بتحقيق اكبر عائد ممكن فـهل المقصود في المدى القصير أو البعيد الأجل وهل يتم قياس مقدار الربح أو معـدل الربح، كما ان معدل الربح نفسه يقاس بطرق مختلفة أيضا، فقد يتم اعتماد معدل العائد على راس المال العامل أو الثابت أو على حقوق الملكية او على المبيعـات، فأي من هذه المعدلات تستخدم كهدف للمشروع وأي الإرباح نرغب بزيادتها.

ثانيا: تحقيق السيولة الملائمة:- السيولة تعني قدرة المشروع على توفير النقـد لتسـديد الالتزامات قصيرة الأجل المتوقعة وغير المتوقعة في مواعيدها بكلفة مناسبة وبدون خسائر ومواجهة الظروف الطارئة مـن خـلال الحصـول علـى الإيـرادات نتيجـة للنشاط الطبيعي للمشروع، وتختلف مصادر الإيرادات المولدة للسـيولة وبصـورة عامة قد تتكون هذه الإيرادات من تحويل المخـزون إلى مبيعـات وتحصيـل الذمـم المدينة ومن مصادر عديدة أخرى بهدف تعزيـز ثقـة الآخريـن بإمكانيـة المشـروع على التسديد في الوقت الملائم، إذ ان الحكم على درجة سيولة الأصل تكون مـن خلال الوقت الذي يستغرقه عند تحويله إلى نقد دون أية خسائر أو كلفة إضافية.

والسيولة التامة تولد عنصـر الامـان والحمايـة للمشروع وتبعده عـن خطـر

التوقف عن الدفع والافلاس وتعزز ثقة المتعاملين معه سواء كانوا عمـلاء او ممولـين وتجنب المشروع تحمل تكاليف اضافية نتيجة الاضطـرار الى تسييل بعـض الاصـول بصورة سريعة.

ثالثا :-هدف تعظيم الـثروة (wealth Maximization) والمقصـود بـه هـو تعظيـم القيمة الحالية للمشـروع (Netpresent Value)وقيمتـه في السـوق المـالي، وهـي استراتيجية بعيدة الأجل تعمل علـى تعظيـم القيمـة الحاليـة للمشـروع وديمومـة نشاطه ويعد معيارا للأداء ومقياس لكفـاءة الإدارة، كمـا ان هـذا الهـدف يكمـل هدف تعظيم الأرباح لأنه يأخذ بنظر الاعتبار التدفقات النقديـة ودقـة تقديراتـها والفترة الزمنية لهذه التدفقات، ويعد معيارا مهما لقياس كفاءة القـرارات المتخـذة ونتائجها لعدم اهتمامه الكبير بالأرباح المحاسبية فقط وتجنبـه اختيـار أو احتسـاب الأرباح ونسبها، ويركز على التدفقات النقدية واسـتخدام أدوات القيمـة الحاليـة الصافية كوسيلة لاحتساب هذه التدفقات، ويحسب كمية العوائد النقدية ودرجـة الخطر المصاحبة والقيمة الزمنية للنقود .

كما ان القيمة السوقية للمشروع التي هي الوجه الآخـر لهـدف تعظيـم الـثروة تعكس وجهة نظر جميع المشتركين في السـوق المـالي وبالتـالي فـإن تقييـم المشـروع في السوق يؤخذ بعين الاعتبار الأرباح المتحققة فعلا والأرباح المتوقـع الحصـول عليـها والقيمة الزمنية للنقود، إضافة إلى تقدير مـدى تواتـر الإيـرادات للمشروع ودرجـة الخطر التي يتعرض لهـا وسياسـية توزيـع الأربـاح ومعـدل العـائد علـى الاسـتثمار والأرباح المتوقعة وعائد السهم، ان كل ذلك ينعكـس علـى تقييـم سـعر السـهم في السوق الذي يتأثر بتعظيم القيمة السوقية للمشروع، مع الإشارة إلى ان قيمة السـهم في السوق تخضع لتقديرات واختبارات ومساهمات وجهات نظر من جـهات مختلفـة ومتعددة ومتضاربة المصالح أحيانا وتأخذ بعين الاعتبار ما يلي:-

1- حجم الإيرادات وتوقيت الحصول عليها ونسبة الأرباح منها، ومعدلات الخصـم المعتمدة لخصم الايرادات المستقبلية بهدف الحصول على القيمة الحالية للإيرادات المتوقع تحقيقها انطلاقا من اهمية حساب قيمة النقود.

2- طبيعة الأخطار التي يتعرض لها المشروع ودرجة هذه الأخطار التي تتوقـف علـى طبيعة الاستثمارات وهيكل راس المال ومصادر التمويل ونسبة المديونية في هيكل راس المال ومقدار مساهمة عناصر التمويل الداخلية والخارجية.

3- سياسية توزيع الأرباح المعتمدة من المشروع ومدى استقرارها واسـتمرار عمليـة التوزيع وحجم الأرباح المحتجزة ونوعية الاستثمارات المختـارة ومعـدلات النمـو التي يحققها المشروع.

4-العلاقة بين الربحية والسيولة(Liquidity)أي ضرورة تحقيق التوازن بينهما، وهـذه العلاقة تفرض على المشـروع سياسية محدده في مجـال اختيـار وسـائل التمويـل والاستثمار.

5- كفاءة إدارة الشركة وسمعتها المالية والملف الاخلاقي للمدراء ومعـدلات النمـو السابقة والمحتملة ومعدل العائد على الاستثمار إضافة إلى العوامل الخارجية .

6- اسعار الفائدة ومدى تاثيرها على المشروع.

رابعا:- تقليل الخطر المالي والاداري:- ان هدف تخفيض الخطر يعد مرافق للحصـول علـى الارباح للعلاقـة بـين الربحيـة والخطـر، ولغـرض تعزيـز مسـيرة المشـروع واستقراره لابد من ان تعمل الادارة المالية على تخفيض الخطر الذي يتعـرض لـه المشروع سواء اكان الخطر خارجي اي خطر السوق او خطر داخلي يتعلق بكفاءة استخدام الاصول وادارة مديونية المشروع او بكفاءة عملية التشغيل.

خامسا :- تحقيق الاستثمار الافضل:- وهو احد اهم الاهداف الـتي تنشـدها الادارة المالية وذلك نظرا لارتفاع حجم المبالغ المستثمرة في النفقـات الاسـتثمارية، ويتـم اختيـار البديـل الافضـل مـن بـين البدائـل المتاحـة باسـتخدام طـرق اختيـار الاستثمارات الراسمالية والتي تؤكد على كيفية اختيار الموجودات والانفاق عليها وتحليل الخطر وعدم التاكد للتدفقات النقدية كما يدخل ضمن هذا الهدف زيـادة العائد الاجتماعي الى اقصى حد وتعميم الفائدة المرجوة من المشروع على المجتمع ككل.

وظائف الإدارة المالية (Functionsof Financial Management)

إن أهمية وظيفة المدير المالي لا تنحصر في جمـع الأمـوال بالأسـاليب المعروفـة والتقليدية بل أصبحت في عالمنا المعاصر أكبر وأعقد مما كانت عليه فالشغل الشـاغل للمديرين المـاليين لا ينحصـر في عمليـة الحصـول علـى الأمـوال فقـط وإنمـا كيفيـة استخدامها الاستخدام الأمثل.

و يمنح المشروع الصلاحيـات الإداريـة للمديـر المـالي حتـى يقـوم بـالتخطيط والتحليل ومراقبة الأعمال والأنشطة الأساسية داخل المشـروع كوحـدة متكاملـة أو نظام متكامل.

ولغرض تطبيق المفهوم الحديث لـلإدارة الماليـة يتطلـب مـن المديـر المـالي ان يعتمد المؤشرات المعيارية كاساس للحكـم علـى كفـاءة تنفيـذ الاعمـال مـن خـلال دراسة الوقائع والانشطة ومن ثم استخلاص أسس القرارات بأسلوب أكـثر منطقيـة وواقعية ومن مهامه تكوين معايير خاصة بالمشروع يمكن مـن خلالهـا وضـع الخطـط وتحقيق الأهداف المرجوة، واختيار المزيج الأمثل بين مختلف المصادر المتاحة للتمويـل و يـأخذ بنظـر الاعتبـار مـدى الـترابط بـين وسـائل التمويـل والاسـتثمار وتوزيـع الحصص.

وترتبط وظائف الادارة المالية بمفهوم اتخاذ القرار وفي هذا الصدد انـهـا تنطلـق من قرارين استراتيجيين :-

الاول:- اتخاذ قرار الاستثمار الذي يؤثر على هيكل استثمار المشروع.

الثاني:- تحديد حجم هذا الاسـتثمار الـذي يحقـق التـوازن بـين الكلفـة الحديـة للاستثمار وبين العائد الحدي للاستثمار.

ويلعب قرار الاستثمار دورا اساسيا في تحديد هيكل الاستثمار ونسبة الامـوال المستثمرة في الاصول قصيرة الاجل والاستثمار في الاصول طويلة الاجل (الاصـول الثابتة) اي تحديد درجة الخطر التشغيلي والرافعة التشغيلية للمشـروع، بالاضافـة الى اختيار تكنولوجيا الانتاج التي تؤثر ايضا علـى طبيعـة الرافعـة التشـغيلية للمشـروع وبالتالي على استقرار الارباح لان ارتفاع درجة الخطر التشغيلي للمشروع يـؤدي الى

ان تكون الشركة حساسة للظروف الاقتصادية واي انخفاض في المبيعات يؤدي الى انخفاض في العوائد.

مع الاشارة الى ان استخدام اسلوب كثافة راس المال يعني ان المشروع شديد الحساسية للظروف الاقتصادية وان اي انخفاض في المبيعات سوف يؤدي الى انخفاض عوائد المشروع.

اما تحديد حجم الاستثمار في عناصر الموجودات فهو من اهم وظائف الادارة المالية اذ عليها اختيار الطريقة المناسبة لادارة الاصول اذ ان استخدام اسلوب زيادة الاستثمار في الاصول المتداولة يؤدي الى تخفيض الارباح نتيجة لارتفاع كلفة السيولة خاصة اذا كانت هناك قروض قصيرة الاجل على المشروع، كما ان الهدف من الاستثمار في الاصول الثابتة هو تحقيق الزيادة في الارباح مع ان التوسع في الاستثمارات في الاصول الثابتة قد يؤدي الى زيادة الطاقة الانتاجية التي قد تخلق بدورها انخفاض في استغلال الطاقة المتاحة مما يؤدي الى ارتفاع كلفة الانتاج وارتفاع اسعار البيع وانخفاض المبيعات ثم الارباح.

ان قرار التمويل يؤدي الى توزيع مصادر التمويل واختيار المناسب منها اذ تقوم الادارة المالية بتحديد مصادر التمويل قصيرة وطويلة الاجل ونسبتها في هيكل تمويل رأس المال وكذلك تحديد المزيج من مصادر التمويل المتاحة اي المزج بين مصادر الدين والملكية وتحديد نسبة مساهمة كل منهما في راس مال المشروع.

ان تحديد المزيج الافضل يقلل التكاليف ويؤثر على الخطر المالي وعلى كلفة راس المال وان ارتفاع التمويل الخارجي يؤدي الى زيادة الخطر المالي وانخفاض السيولة.

وتلعب وظائف الادارة المالية دورا مهما في تسيير الشؤون المالية للمشروع ويمكن ان تكون هذه الوظائف على وفق ما يلي:-

1- التخطيط المالي Financial Planning :-

ويعرف التخطيط بانه تحديد مسبق للانشطة المطلوب تنفيذها وبيان كيفية انجازها والمساهمة في تحديد نوعية الانجاز والوسائل المستخدمه والوقت المطلوب

لذلك وهي ترجمه رقمية لسياسات المشروع المالية خلال فترة زمنية قادمة، ويعني استخدام ادوات التخطيط والتنبؤ المالي مثل الموازنة النقدية التقديرية وتحليل التعادل والرافعة التشغيلية والمالية وادوات الرقابة المالية المتمثلة في التحليل المالي ومعدلات العائد وحساب التدفقات النقدية المستقبلية و قائمة التدفق النقدي لانجاز هذا الهدف.

وتبداء خطوات التخطيط بالتعرف على الاحتياجات المالية والمادية للمشروع وخطط الانتاج والتسويق آخذين بنظر الاعتبار درجة الخطر وحالات عدم التاكد واحتمالات الانحراف واعداد الخطط المالية الشاملة (الطويلة الأجل ذات الأهداف الاستراتيجية والقصيرة الأجل ذات الأهداف التشغيلية) مع جعل بعض عناصرها تتسم بالمرونة لاستيعاب الانحرافات، وتعد وظيفة التخطيط المالي من أهم الوظائف التي يقوم بها المدير المالي نظرا لاشتراكه في رسم السياسة طويلة الأجل الخاصة بالشركة وعمليات التمويل وكلفتها والتي تؤثر على مستقبل المشروع من خلال تحديد هيكل ومكونات اصول المشروع لفترة مستقبلية بعيدة المدى.

وتتكون الخطة الماليه من عناصر مؤثرة على المشروع وهي ذات بعد استراتيجي تحدد الاهداف قصيرة وطويلة الاجل ففيها يتم تحديد الاهداف الاستراتيجية والتشغيلية والمالية والانشطة التي توصل المشروع الى اهدافه المرسومه.

وفيما يتعلق بالاهداف المالية يتم تحديد استراتيجية التمويل والتوقعات المستقبلية التي يتم على اساسها توقع اهم المتغيرات المؤثرة على المشروع وهي:-

أ- **المبيعات** اي تحديد حجم المبيعات المتوقعة المستقبلية في ضوء الافتراضات لحالة الاقتصاد والبيئة الاقتصادية المتوقعة والمتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على الشركة مثل اسعار الفائدة والضرائب المتوقعة، وكما هو معروف فان متغيرات كثيرة في المشروع تعتمد على رقم المبيعات ومنها الموجودات الثابتة ومصادر وحجم التمويل الذي يحتاجه المشروع.

ب- تحديد قيمة العناصر المالية المتوقعة في القوائم المالية للمشروع ومنها قائمة المركز المالي وقائمة الدخل وكشف التدفقات النقدية والميزانية التقديرية النقدية ويعتمد تقدير قيم العناصر على حجم المبيعات المتوقعة والمتغيرات المرتبطة بها.

ج- الموجودات الثابتة:- ان الهدف الاسترتيجي للمشروع يتطلب تحديد القيمة المالية المتوقعة لكافة البنود وخاصة تحديد المتغيرات المتوقعة في البنود الاساسية للمشروع ومنها الموجودات الثابتة وتشكل هذه العناصر الموازنة الرأسمالية للمشروع.

د- الاحتياجات التمويلية: ويعتمد تحديد حجم التمويل على التوقعات في الفقرات السابقة وخاصة بما يتعلق بسياسات الشركة في توزيع الارباح وسياستها الاقتراضية وكيفية تحديد مصادر الأموال باتجاه إصدار الاسهم الجديدة أو عن طريق الاقتراض، وكذلك المقارنة بين الموجودات والمطلوبات لتحديد الاحتياجات التمويلية ومصادرها.

2 - الرقابة وتحليل البيانات المالية (Financial Controller):-

اذ لابد من ايجاد اجراءات رقابة فعالة على تنفيذ الخطط وتحديد الانحرافات بعد وضع المعايير المناسبة وتصحيح الانحرافات واستخدام اسلوب التحليل المالي الذي يعني دراسة البيانات المالية وتحويلها إلى نمط أو شكل من المعلومات النسبية أو المطلقة التي تفيد في معرفة الجوانب الإيجابية والسلبية وتقييم كفاءة التنفيذ المالي والتشغيلي للمشروع خلال فترة زمنية معينة و تساعد عمليات التحليل في متابعة إنجاز أنشطة المشروع بكفاءة عالية.

3- تحديد هيكل الأصول للمشروع:-

ونعني بذلك تحديد طبيعة ومكونات الأصول وتوزيع هيكل الاستثمار بين الأصول قصيرة الأجل والأخرى طويلة الأجل، وتحديد الحجم الأمثل للاستثمار في الأصول المتداولة والثابتة والتي تؤثر بنتائجها على مستقبل المشروع، إضافة إلى أهمية متابعة تقادم الأصول الثابتة ومدى مساهمتها بشكل كفؤ في العمليات التشغيلية

ومدى الحاجة إلى استبدالها وتجديدها ومتابعة دراسة العمر الاقتصادي للمشروع، ويكون ذلك عن طريق معرفة ما حدث سابقا للأصول وما يمكن أن يحدث مستقبلا في ضوء الخطة الاستراتيجية المستقبلية للشركة وجدوى الاستمرار باستخدامها في تحقيق الانتاج والانتاجية التي تحقق اهداف المشروع .

4-تحديد الهيكل المالي للمشروع:-

ان هدف تحديد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي للمشروع يكون من خلال دراسة اهمية تشكيل الهيكل المالي وتحديد نسبة الديون وحقوق الملكية في المركز المالي وتقييم وتحديد كلفة واختيار مصادر التمويل المتاحة، وللمدير المالي دورا كبيرا في تحديد المزيج الملائم للتمويل طويل و / أو قصير الآجل، ويعد هذا التحديد من أهم العمليات التي تؤثر على قوة المركز المالي والائتماني للمشروع .

ونستطيع القول بان دور الإدارة المالية يعتمد على وظائفها والتي تتمثل في التخطيط المالي والتأثير على القرارات الاستثماريةوالتمويليه ومتابعة ورقابة تنفيذ الخطط أي تحقيق الرقابة المالية والمساهمة في اقتراح نسبة الأرباح التي ستوزع ومعالجة بعض المشكلات المتعلقة بالاندماج والتصفية والاندماج وتقييم الأداء .

موقع الإدارة المالية في الهيكل التنظيمي

لغرض انجاز مهام الادارة المالية بصورة مرضية لابد من وضع اطار تنظيمي لهذه الادارة ياخذ بنظر الاعتبار تحديد طبيعة الوظيفة المالية والعلاقة بين اقسامها ومع بعضها البعض.

لقد ارتفع شأن الادارة المالية في سلم الهيكل التنظيمي للمشروع واصبحت من الادارات المؤثرة على القرارات الاستراتيجية له، وبدا تسمية المدير المالي بنائب الرئيس للشؤون المالية وتمنح هذه الاهمية ايضا على مستوى الدولة اذ يسمى وزير المالية بنائب رئيس الوزراء لاهميته في ادارة مالية الدولة ولغرض منحه صلاحيات تفوق صلاحيات الوزير في الامور الماليه.

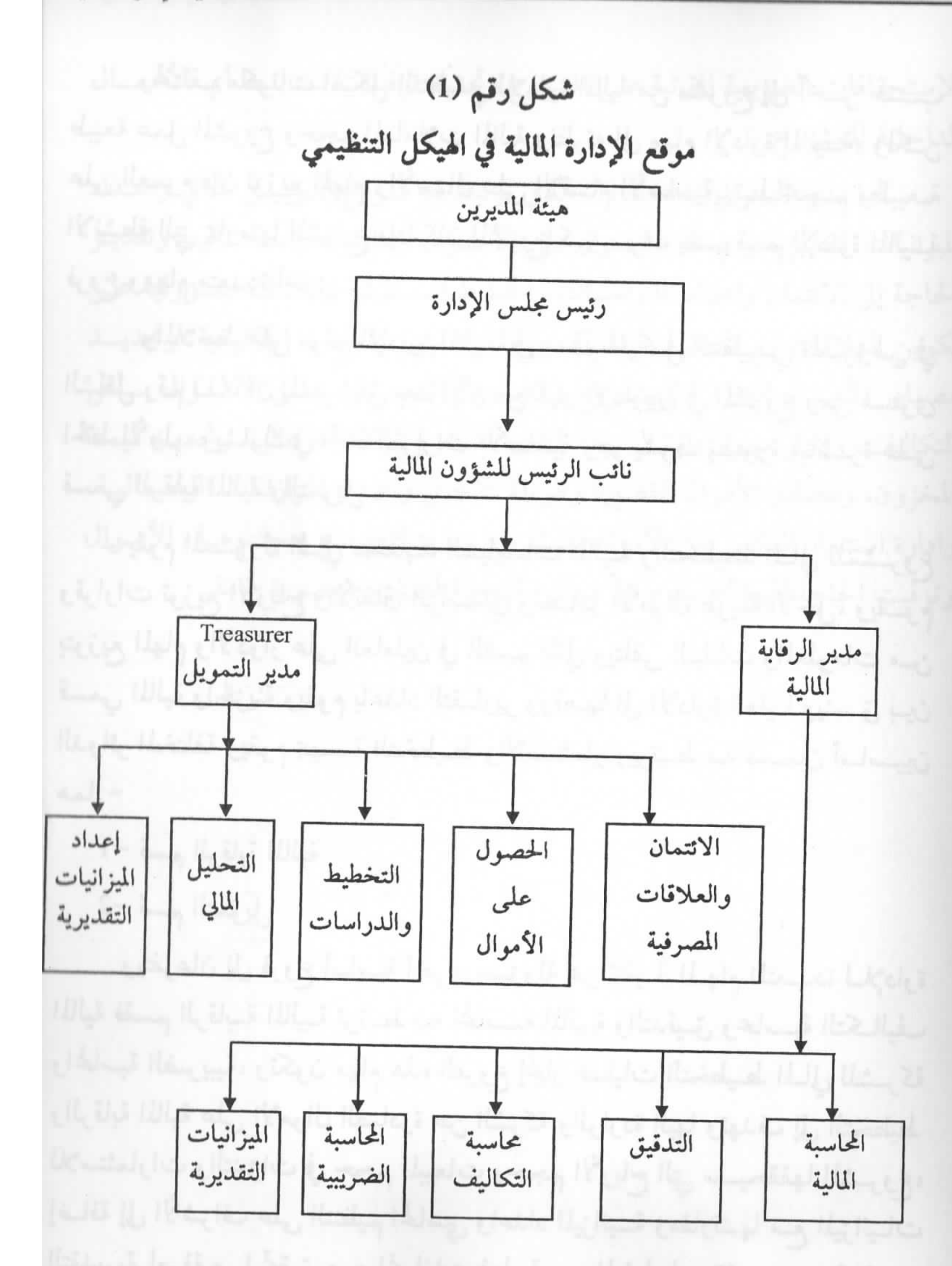
وقد شهدت الادارة المالية تطور كبير خلال الالفية الثانية نظرا لانتشار مظاهر العولمة المالية والانفتاح المالي كما تم ادخال الخدمات المالية ضمن اتفاقيات منظمة التجارة العالمية فيما يتعلق بمساواتها بالمشاريع المحلية من حيث العمل والخضوع للقوانين والانظمة وممارسة مختلف الانشطة المالية دون تميز، اضافة الى ما وفره الانترنت من سرعه وتواصل في استخدام الخدمات المالية كما ونوعا بعد استخدام تقنيات الحاسوب والتوسع في استغلال مخرجات تكنولوجيا المعلومات والبرامج المختلفة في تبادل المعلومات او الحصول عليها او متابعة الموقف المالي وانجاز الصفقات لمختلف الانشطة بضمنها عمليات تحويل الاموال.

كانت الإدارة المالية جزء من قسم المحاسبة في المراحل السابقة أما الان وبعد توسع أعمال وانشطة وتزايد عدد الشركات الضخمة والشركات المساهمة العامة والحكومية ودخول عصر تكنولوجيا المعلومات، أرتفع شان الإدارة المالية في الهيكل التنظيمي وارتبط المدير المالي بشكل مباشر مع رئيس مجلس الإدارة، مع العلم ان تصميم الهيكل التنظيمي لأي مشروع يتأثر بعوامل متعددة أهمها حجم المشروع والشكل القانوني له وتنوع ألا نشطه المالية ومدى تعقيد وظائفها ودورها في اتخاذ القرارات، وعلى العموم اصبح المسؤول المالي للمشروع يشغل منصب نائب رئيس مجلس الإدارة للشؤون المالية.

والشكل رقم (1) يبين لنا موقع الإدارة المالية والأقسام المرتبط بها ضمن الهيكل التنظيمي للمشروع :-

شكل رقم (1)

موقع الإدارة المالية في الهيكل التنظيمي



وتختلف مكونات الهيكل التنظيمي للإدارة المالية من مشروع إلى آخر حسب طبيعة عمل المشروع وحجم المعاملات المالية ونظرته إلى مهام الإدارة المالية، ولكن على العموم فإن توزيع المهام والأعمال على الاقسام الأساسيةيرتبط بحجم وطبيعة الانشطة التي يمارسها المشروع فإذا كان المشروع كبير سوف يضم قسم الإدارة المالية فروع ومهام متعددة أخرى.

والملاحظ على موقع الإدارة المالية في سلم الهيكل التنظيمي المعروض في الشكل رقم (1)، ان المدير المالي يعد الآن من كبار الإداريين في المشروع ومن مستوى الخط الأول، ويشارك في اتخاذ القرارات الأساسية وهو يشرف بصورة مباشرة على قسمي الرقابة المالية والتمويل .

- يقوم المسؤول المالي بتحديد السياسات المالية والتخطيط المالي للمشروع وقرارات توزيع الأرباح والأنفاق الرأسمالي ومصادر الأموال طويلة الأجل، ويقوم بتوزيع المهام والادوار على العاملين في القسم المالي ويتلقى البيانات والمعلومات من قسمي المالية والخزينة ويقوم باعداد التقارير ورفعها الى الادارة العليا وينسق بين الدوائر المختلفة ويقوم بمهمة التخطيط والاستثمار ويرتبط به قسمين أساسيين هما:-

1- قسم الرقابة المالية

2- قسم التمويل

ويتفرعان إلى فروع أساسية أخرى مسؤولة عن تنفيذ المهام المتعددة للإدارة المالية فقسم الرقابة المالية ترتبط به المحاسبة المالية والتدقيق ومحاسبة التكاليف والمحاسبة الضريبية، وتكون مهام هذه الفروع إنجاز عمليات التخطيط المالي للشركة والرقابة المالية على الاموال الصادرة عن الشركة والواردة اليها وتهدف إلى التخطيط للاستثمارات والتنبوءات في حجم المبيعات وحجم الأرباح التي سيحققها المشروع، إضافة إلى الأشراف على التنظيم المحاسبي واعداد الميزانية ومقارنتها مع الميزانيات التقديرية لمعرفة ما تحقق من إنجازات فعلية مع المخطط، وتقوم بمهمة تقدير

الاستحقاقات الضريبية المترتبة على المشروع وتحديد توقيتات تسديدها أي الأعمال الداخلية للمشروع.

أما مدير التمويل(Treasurer) الذي ترتبط فيه فروع التحليل المالي واعداد الميزانيات التقديرية ومصادر الحصول على الأموال وادارة السياسة المالية وتقدير الحاجة إلى الائتمان واعداد الدراسات والخطط المستقبلية وكذلك مسؤولية عن تكوين العلاقات مع المصارف والمساهمين والمستثمرين والجهات الحكومية، وتحديد مصادر الأموال اللازمة للمشروع والتفاوض للحصول على الأموال بأقل التكاليف، وإنجاز مهمة إدارة السيولة النقدية للمشروع بكفاءة عالية وتحديد قيمة المخزون، ومصادر الأموال القصيرة وطويلة الآجل واعداد الموازنات الرأسمالية، وادارة استثمار الفائض من الأموال للمشروع بما يتلاءم مع حجم هذه الأموال وتوقيت الحاجة أليها أي يقوم بالأعمال الخارجية للمشروع بصورة عامة.

الفصل الثاني

التحليل المالي

الفصل الثاني

التحليل المالي

Financial analysis

اولا":- مفهوم وطبيعة التحليل المالي:

The concept of Financial Analysis

استخدم التحليل المالي منذ بداية ظهور الوظيفة المالية كوظيفة مستقلة حينما أجريت دراسات ميدانية باستخدام التحليل في دراسة الوضع المالي للمشاريع في الولايات المتحدة عام 1900 على 981 شركة من خلال استخدام سبعة نسب مالية لدراسة وضع هذه الشركات ، ثم رافق التحليل المالي الوظيفة المالية بشكل عام بوصفه الأساس في تطوير هذه الوظيفة كما انه ساير التطورات التي حصلت في الوظيفة المالية والمحاسبية على حد سواء بحيث أصبح بعد الحرب العالمية الثانية القاعدة الأساسية التي انطلقت منها وظيفة الإدارة المالية ووظيفة المحاسبة إلى أن أصبح جزءا لا يتجزأ من الإدارة المالية وموضوعا مستقلا بذاته يدرس في الجامعات والمدارس المتخصصة في مجال المال والاقتصاد .

يحتل التحليل المالي مكانة مرموقة لدى المشاريع سواء تلك التي تؤسس حديثا او تلك المستمرة في أنشطتها لدوره في تسهيل اتخاذ القرارات ولتصارع نتائج القرارات المطلوب اتخاذها، فهي عندما ترغب في تحقيق أقصى الارباح ستتعرض الى درجة خطر كبيرة، وان أرادت تخفيض درجة الخطر ستقبل بأرباح منخفضة وقد تصل الى الخسارة احيانا.

يعد التحليل المالي من الانشطة الهامة لادارة مالية المشروع وان ارتباط تطور التحليل المالي بالادارة المالية كونه احدى اهم ادواتها في التخطيط المالي وكونه اداة

يستفاد منها المستثمرون، المقرضون، الجهات الحكومية، العاملون، المتعاملون في الاسواق المالية.

ويقصد بالتحليل بشكل عام تشخيص حالة من الحالات وإبراز نقاط الضعف أو القوة فيها، ويمكن التمييز بين نوعين من التحليل هما التحليل باستخدام النسب المالية (analysis financial ratio) والتحليل باستخدام الأساليب الكمية (analysis with quantitative methods).

- التحليل باستخدام النسب لابد من التعرف على ماهية النسبة حيث يقصد بالنسبة (٪) العلاقة بين متغيرين أو عنصرين تربطهما خواص مشتركة أو حالة متشابهة فإذا اعتمد التحليل على النسب فإنه يقصد بـه إيجاد علاقات بين متغيرين او عنصرين محاسبيين تربطهما علاقات أو خواص مشتركة لدراسة حالة معينة فمثلا علاقة الربح بالمبيعات.
- التحليل باستخدام الأساليب الكمية عبارة عن الأسلوب الذي يستخدم الأساليب الكمية في تحليل الظواهر أو النشاطات التي تمارسها المشاريع وإيجاد علاقة بين المتغيرات التي تتحكم في توجيه أنشطتها واتخاذ القرارات الخاصة بتنظيم فعاليتها مثل الاستثمارات والقروض والمحافظ الاستثمارية وغيرها .

ويمكن أن نعبر عن المفهومين المذكورين باستخدام الرسوم البيانية لمعرفة الاتجاهات التي توصلت إليها المؤشرات التي تم استخراجها سواء كان باستخدام النسب المالية أو الأساليب الكمية .

والتحليل المالي هو عملية إعادة تكوين البيانات المتاحة للحصول على معلومات قابلة للاستخدام من قبل الاخرين في مجال اتخاذ القرارات وقياس كفاءة الاداء والتنبؤ المستقبلي للمشروع، ويقوم التحليل المالي بإيجاد علاقة بين مختلف العناصر التي تتكون منها القوائم المالية وربط النتائج التي نحصل عليها مع البيئة المحيطة والمؤشرات الاقتصادية والمعايير المستخدمة لقياس كفاءة الاداء واقتراح الطرق والوسائل اللازمة لمعالجة نقاط الضعف والاستفادة من مواضع القوة بمختلف أنشطة المشروع.

وللتحليل المالي قواعد ومعايير واسس علمية تهتم بطبيعة البيانات المستخدمة وكيفية تجميعها والتاكد من دقتها وصحتها، ويتم اخضاعها لدراسات واحتمالات تفصيلية دقيقة واكتشاف العلاقات بين عناصرها وربطها ببعضها البعض وتفسير مواضع الضعف والقوة فيها، وتقييمها واستنتاج المؤشرات ووضع التوصيات اللازمة لمعالجة مواضع الضعف والاستفادة من مصادر القوة وتطويرها، ومن اجل انجاز هذه المهمة يتطلب تكوين المحلل المالي تكوين اكاديمي وامتلاكه القدرة والمعرفة في تخصصات المحاسبة والعلوم المالية والاقتصادية والاحصاءوالادارة .

ويمكن تعريف التحليل المالي بانه عملية معالجة منظمة للبيانات المالية المتاحة عن مشروع معين للحصول على معلومات تستخدم في اتخاذ القرارات وتقييم الاداء في الماضي والحاضر والتنبؤ بالمستقبل.

أهمية التحليل المالي

يعد التحليل المالي احد فروع المعرفة الذي يعني بالدراسة الدقيقة التفصيلية التحليلية الاستقرائية الانتقادية للقوائم المالية، اذ انه المعني بتفسير عناصر القوائم المالية وعرضها بشكل يسهل فهمها لخدمة مستخدميها، وتلعب قدرة وخبرة المحلل المالي اهمية كبيرة في اعداد تقارير التحليل المالية ذات الجودة المرتفعة، ويعتمد التحليل المالي بصورة اساسية على القوائم المالية التي هي مخرجات المحاسبة والتي تعد في الوقت نفسه احدى اهم مدخلات التحليل المالي، ولذلك يتطلب من المحلل المالي التأكد من صحة القواعد المحاسبية المعتمدة عند اعداد القوائم المالية وهي القاعدة الأساس في دقة نتائج التحليل، ونظر للتطورات الحاصلة في البيئة المحيطة والتوسع في استخدام تكنولوجيا المعلومات فان البيانات والمعلومات اصبحت متيسرة اذ انها تتيح الكم المطلوب من البيانات والمعلومات في الوقت المناسب والنوعية الملائمة، ولذلك تم ادخال العناصر الاخرى المتعلقة بالبيئة الداخلية والخارجية للمشروع والتي تعزز عملية التحليل المالي ضمن نشاط التحليل وبشكل موسع.

وهدف التحليل المالي ايجاد علاقة بين عنصرين او اكثر سواء من داخل عناصر القوائم المالية او من خارجها لبيان نوعية التغيرات الحاصلة على انشطة المشروع

والعناصر المكونة له وحجم التغيرات الحاصلة على هذه العناصر خلال فترة أو سلسلة زمنية وطبيعة هذه التغيرات وآثارها، وهو بذلك يتعامل مع الأرقام والبيانات والمشكلات والسياسات والخطط والمعايير التي تتعلق بمجموعة كبيرة من القطاعات والشرائح المستخدمة للقوائم، وتاتي اهمية التحليل المالي من كونه عبارة عن دراسات تحليلية مالية اقتصادية استقرائية مفصلة للعناصر المكونة للقوائم المالية والمعلومات الاخرى التي ترتبط او تؤثر بشكل مباشر اوغير مباشر على المشروع.

وتزداد اهمية التحليل المالي من كونه يساهم في خدمة اطراف عديدة ويساعد بصورة دقيقة على ترشيد القرارات سواءاً تلك القرارات المتعلقة بتقييم الاداء او تصحيح الاخطاء او اختيار فرص الاستثمار المثلى من بين البدائل المتاحة او في تكوين المحافظ الاستثمارية، ونتيجة لاهمية التحليل المالي تقع على المحلل المالي مسؤليات عديدة مما يتطلب الاهتمام في تكوين المحلل المالي تكويناً اكاديمياً، وخاصة في تخصص المحاسبة والعلوم المالية والتخطيط الاقتصادي والعلوم الاقتصادية والاحصاء، وان يكون قادراً على التحليل والدراسة الدقيقة والاستقراء والاستنباط وتحليل العلاقات بين عناصر الميزانية- وربط العلاقات السببية بنتائجها، كما عليه ان يهتم بمعرفة طرق الافصاح ونواحي القصور والتغيرات على القوائم المالية، وان تتولد لديه الخبرة الكافية في تفسير البيئة الخارجية للمشروع والقطاع الذي ينتمي اليه، وان يكون لديه الوعي الكامل بالتطورات في حقل الاختصاص والاقتصاد والتطورات المهنية المتعلقة بمهنة المحاسبة والمراجعة والقوانين والانظمة ذات العلاقة والمعايير الدولية والتطورات الحاصلة عليها.

ثانيا"-: اهداف التحليل المالي(Objectives of Financial Analysis)

يهدف التحليل المالي الى تكوين معلومات تردف عمليات اتخاذ القرارات الرشيدة، وبأدق الطرق لغرض رسم افضل السياسات وتهيئة المعلومات النافعة والموضوعية الملائمة او اعطاء الدلالات او المؤشرات التي تنير الطريق لاتخاذ قرارات رشيدة وتقييم الاداء الكلي الشامل او الجزئي لوحدة معينة من المشروع.

ويعد بحق اسلوب لمحاكمة الماضي والحاضر وعنصر مؤثر على التنبؤ بالمستقبل، فهو لايقتصر على عمليات تحليل عناصر في القوائم المالية لتقييم الاداء الماضي بل هو يجعل مهمة توجيه الاداء المستقبلي عملية واقعية، وهو بذلك يساعد على تخطيط الانشطة المستقبلية والانفاق الاستثماري وتقييم الاداء والرقابة على تنفيذ الخطط واتخاذ الاجراءات لمعالجة المشاكل، ولايقتصر التحليل المالي على استخدام البيانات المتاحة لتقييم الاداء وانما يساهم في تخطيط مختلف الانشطة المستقبلية والعمل على تقييم الاداء واتخاذ الاجراءات الوقائية وتحديد الاسس التي تساهم في توجيه عمليات التنبؤ بدقة متناهية، اضافة الى قدرة المحلل المالي في اكتشاف المشاريع التي لا تحقق الارباح المعقولة او تلك التي تعاني من عسر مالي وتعد من المشاريع الفاشلة، وهي بالتاكيد لاتقل خطورة على المستثمرين من المشاريع المفلسة، والمطلوب تطوير أدوات التحليل ووسائله وكيفية التعامل مع البيانات والمعلومات التي يمكن الحصول عليها.

ان تقييم الاداء وقياس الفاعلية وفحص ملف الانظمة للتاكد من صحة عمليات التسيير بكفاءة واستغلال الموارد افضل استغلال، وامكانية الاستمرار في تحقيق الارباح في المستقبل هي احدى اهم اولويات المحلل المالي .

وان القيمة الحقيقية للبيانات والمعلومات تكمن في كيفية استغلالها واستخدامها ويعد التحليل المالي احدى الادوات الفعالة في الاستفادة من هذه البيانات لاغراض التخطيط والرقابة كما ان الرقابة المجردة بدون تحليل لا تكفي لضمان تحقيق الادارة الفعالة للمشاريع.

وفي ضوء العرض اعلاه من الممكن ان نحصر اهداف التحليل المالي بما يلي:-

- التعرف على حقيقة المركز المالي للمشروع ومدى قدرته على تسديد التزاماته في الوقت المطلوب.
- تقييم كفاءة الإدارة المالية التشغيلية للمشروع وقدرته على الموازنة بين تحقيق الارباح والحفاظ على السيولة.
- تقييم كفاءة ادارة المشروع من خلال النتائج التي حققتها خلال فترة التحليل.

- تقييم جدوى الاستثمار في المشروع سواء بالاستثمار في اسهمه او من خلال تقديم التمويل له.
- تقديم المقترحات لمعالجة المعوقات التي يعاني منها المشروع وتقييم الاداء ومنهجية الرقابة الشاملة على المشروع.
- اختيار معايير مناسبة لمقارنة النتائج التي تم التوصل اليها من عملية التحليل المالي للمشروع مع هذه المعايير.

ثالثا:- البيانات والمعلومات المعتمدة في عمليات التحليل المالي

(Data &Information of financial)

تعد البيانات (data) المادة الخام اللازمة لتوليد المعلومات وتشكل هذه البيانات حقائق مستقلة عن بعضها وترتبط بانشطة يمكن قياسها، وعليه تعد مادة اولية اساسية وليس لها اثر ملموس على اتخاذ القرارات ورسم السياسات، الا ان الفائدة تاتي بعد القيام بتحويلها الى معلومات من خلال عمليات التحليل والاستقراء التي يقوم بها المختصون مع ايجاد علاقة وربط بين عناصرها المختلفة وتمثل المعلومات (information) حقائق او معارف ناتجة عن ربط وتحليل واستقراء وعرض البيانات بما يتفق مع احتياجات وطبيعة متخذ القرارات.

وتعد البيانات والمعلومات المحاسبية القاعدة الاساسية في عمليات التحليل المالي وقد تكون هذه البيانات ذات طبيعة وصفية او كمية فالمعلومات والبيانات الكمية تكون قابلة للقياس العددي وهي قابلة للدراسة والتقييم، اما البيانات والمعلومات الوصفية والتي لايمكن قياسها او التعبير عنها بوحدات نقدية او عددية تعد انطباعات تستقر في ذهن المحلل وتعينه على فهم المعلومات الكمية او العددية.

يتم تقسيم البيانات التي يعتمد عليها التحليل المالي الى بيانات من مصادر داخلية في المشروع كالبيانات الناتجه عن القوائم المالية كقائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة التدفق النقدي، اضافة الى تقارير مدققي الحسابات والتقرير النهائي لمجلس الادارة والتقارير الداخلية التي يتم اعدادها لاغراض ادارية واتخاذ القرار

كدراسات الجدوى الاقتصادية والفنية للمشاريع والتوقعات المالية، وهناك مصادر للمعلومات خارجية كتلك التقارير الصادرة عن الاسواق المالية وهيئات البورصة ومكاتب الوساطة المالية، اضافة الى البيانات والمعلومات التي تنشرها المؤسسات المختصة في البلد المعني بالتحليل والمعلومات في الصحف والمجلات المالية والاقتصادية ومركز الابحاث وشركات الاستثمار والاستشارت، ومن الممكن تقسيم البيانات والمعلومات الى بيانات من النظام المحاسبي المطبق اي القوائم المالية التي تخرج عن هذا النظام او من مصادر اخرى خارجية وبصورة عامة فإن مصادر البيانات تقسم الى نوعين:-

1- مخرجات النظام المحاسبي

تتكون مخرجات النظام المحاسبي من فئتين من المعلومات اولها معلومات داخلية تفصيلية تقدم للادارة حول انشطتها المختلفة، والثانية معلومات خارجية ذات صفة اجمالية (القوائم المالية) والتقارير المالية التي يجب ان تتضمن معلومات مالية معتمدة وعادلة عن جميع انشطة المشروع مثل مصادر الاموال واستخدامها، مع عرض المعلومات الصحيحة عن طبيعة التغيرات في المركز المالي كنتيجة لتنفيذ ألانشطة وتشغيل المشروع بهدف تحقيق الربح، ومعلومات اخرى يمكن اشتقاق منها مؤشرات كمية تفيد في عمليات التنبؤ بالقدرة الايرادية للمشروع مع الافصاح عن المعايير المحاسبية والفروض المستخدمة،كاساليب عند اعداد عناصر القوائم المالية.

ان وسائل الاتصال المستخدمة في عرض هذه المعلومات هي قوائم المركز المالي، وقائمة الدخل وقائمة التدفق النقدي وتوزيع الارباح، وقد اكدت معظم المؤسسسات المهنية وضع معايير لجودة المعلومات المحاسبية (qualitative characteristics of accounting information) وتعتمد هذه المعايير على توفر عناصر ومبادئ اساسية في البيانات لكي تكون اساسا فعالا لعملية التحليل ومن ثم المساعدة في رسم السياسات واتخاذ القرارات وهذه المبادئ هي مبدأ الملائمة (relevance) وتعني قدرة البيانات والمعلومات في تكوين تنبؤات مستقبلية ناتجة عن احداث الماضي والحاضر مع امكانية التحقق من التوقعات المستقبلية، اما

العنصر الاخر فهو التوقيت الملائم(Time lines) لتقديم البيانات والمعلومات للمستفيد منها في الوقت الملائم، اي قبل رسم السياسات المثلا واتخاذ القرارات الرشيدة.اما معيار الوثوق بالبيانات(Reliability) والذي يعني مدى امكانية الوصول الى الدقة المطلقة في صحة البيانات، والموضوعية(objectivity) وهي الاجماع على صحة النتائج التي تقيس الاحداث والانشطة اي يمكن التوصل الى نفس القياس من جانب العديد من المهتمين في نفس الظروف، والحيادية (Neutrality)اي ان تتصف البيانات المحاسبية بالحياد، وتخلو من التحيز(freedom from bias)، والقابلية للفهم (understandability) وهذا يتطلب ان تكون المصطلحات مفهومة من حيث طبيعة المصطلحات والمحتوى والتبويب والعرض والفهم بما يتناسب مع مستوى مستخدمي هذه البيانات والمعلومات، والشمولية(completeness full disclosure) اي اتاحة كافة البيانات والمعلومات الضرورية الحالية الحقيقية والمستقبلية المتوقعة مع التركيز على كون التقديرات مقبولة وعدم اخفاء اية حقائق جوهرية حول انشطة المشروع، والتناسق(comparability) اي ان جميع البيانات والمعلومات متناسقة مع الاعراف والتقاليد والمعايير المحاسبية المستخدمة محليا ودوليا.

2- البيانات والمعلومات من مصادر اخرى:

وهي تلك البيانات والمعلومات التي تتعلق بالبيئة المحيطة بالمشروع وتكون ذات أهمية وفائدة كبيرة للمحلل المالي عند استخدام وقياس بعض الادوات المستخدمة في التحليل، وتكون مصادرها عادة من أسواق المال وهيئات البورصة ومكاتب الوسطاء الماليين والنشرات الدورية من المؤسسات المتخصصة سواء الحكومية او الخاصة ومراكز الأبحاث وشركات الاستثمارات، وكمثل على هذه البيانات والمعلومات معدلات التضخم وقيمة الفرصة البديلة والوصول الى الكلفة الأفضل من بين البدائل المتاحة، وتقييم المركز التنافسي للمشروع وجودة البضاعة المعروضة وطبيعة العملاء ودرجة الرضا لديهم، ومقدار التدفقات النقدية وواقع الأصول الحقيقية واتجاهاتها المستقبلية وطرق الاستهلاك المستخدمة في المشروع، والقيود على سياسات توزيع الارباح وهيكل رأس المال

وطبيعة التغيرات الحاصلة او المتوقع حدوثها، والنظام الضريبي المطبق على دولة الانتاج ودولة التصدير وتاثيره على صافي الدخل للمشروع، وهيكل رأس المال الحالي وطبيعة التغيرات التي ممكن ان تحصل، وقيمة الاصول المتداولة والمكونات الحقيقية للمخزون السلعي والطرق المستخدمة في عمليات تقييم المخزون، وطبيعة العلاقة بين العاملين والادارة ودرجة رضا العاملين ومعدل دوران العمل، والمركز الائتماني للمشروع القصير والبعيد المدى وطبيعة الالتزامات طويلة الآجل واستحقاقها ومعدلات الفائدة وطبيعة الالتزامات المحتملة، وطبيعة المشاريع المنافسة ودرجة الاستقرار الاقتصادي والسياسي وطبيعة الاحداث الهامة المؤثرة والمتوقع حصولها بعد اعداد الميزانية.

رابعا:- طبيعة المحلل المالي والخصائص التي يملكها

تلعب قدرة وخبرة المحلل المالي اهمية كبيرة في اعداد تقارير التحليل المالية ذات الجودة المرتفعة وتقع على المحلل المالي مسؤليات عديدة مما يتطلب الاهتمام في تكوينه تكويناً اكاديميا، وخاصة في تخصص العلوم المالية والمحاسبة والتخطيط الاقتصادي والعلوم الاقتصادية والاحصاء، وعلى المحلل المالي القيام بالوظيفةالفنية وهي القدرة على استخدام واحتساب النسب المالية بطريقة رياضية صحيحة، وان يلتزم بالدقة المتناهية في استخراج هذه النسب.

والوظيفة التفسيرية اي ان يكون المحلل المالي قادراً على التحليل والدراسة الدقيقة والاستقراء والاستنباط وتحليل العلاقات بين عناصر الميزانية بشكل دقيق غير قابل للتأويل وربط العلاقات السببية بنتائجها، وان يراعي الشكل القانوني للمشروع من حيث كونه شركة فردية او شركة مساهمة، وطبيعة نشاطه وموقعه الجغرافي وان يهتم بمعرفة طرق الإفصاح ونواحي القصور والتغيرات على القوائم المالية، وان تتولد لديه الخبرة الكافية في تفسير البيئة الخارجية للمشروع والقطاع الذي ينتمي اليه، وان يكون لديه الوعي الكامل بالتطورات في حقل الاختصاص والاقتصاد والتطورات المهنية المتعلقة بمهنة المحاسبة والمراجعة والقوانين والأنظمة ذات العلاقة والمعايير الدولية والتطورات الحاصلة عليها.

خامسا:- خطوات القيام بالتحليل المالي

(Methodology OF Financial Analysis)

لكي يتم إنجاز التحليل المالي بكفاءة عالية لابد من اتباع العديد من الخطوات أهمها ما يلي:-

1- تحديد اهداف التحليل المالي: ان هذه الخطوة تتعلق بطبيعة الأهداف التي يرغب تحقيقها المستفيد من عملية التحليل، اذ ان اهداف الاستثمار والمستثمرين تختلف عن اهداف الادارة وهي بدورها تختلف عن أهداف المقرضين للمشروع، ويتطلب من المحلل المالي تحديد الهدف المطلوب تحقيقه بدقة لانه سيرتبط بطبيعة المهمة واختيار الادوات والوسائل المناسبة للوصول الى عرض التقرير بما يشبع حاجة الجهة المستفيدة من عملية التحليل، وفي الوقت نفسه يجنب المحلل الاعمال غير المطلوبة، ويتطلب من المحلل تكوين مجموعة من الأسئلة تتلائم مع هدف التحليل والقيام بالإجابة عليها بدقة.

2- تحديد نطاق وشمولية التحليل المالي: ونقصد بذلك العناصر التي ستشملها عملية التحليل المالي، وفيما اذا يشمل التحليل جميع الوحدات المكونة للمشروع او يتم اختيار وحدات معينة، مع تحديد الفترة الزمنية التي يشملها التحليل المالي، وعند اختيار المعايير يتم تحديد طبيعة هذه المعايير والمقاييس المستخدمة للمقارنة مع النتائج التي سيتوصل اليها المحلل المالي بما يتلائم مع هدف التحليل.

3- اختيار اداة او ادوات التحليل المناسبة للهدف: وتحديد المدخلات الاساسية التي ستعتمد عليها عملية التحليل المالي، والتأكد من دقة وسلامة وشرعية هذه المدخلات وكفائتها في تحقيق الهدف ومدى ملائمتها له، مع تحديد طبيعة البيانات والمعلومات اللازمة والضرورية سواء اكانت من داخل بيئة المشروع او من خارجها، وهل هي محاسبية، مالية، احصائية، اقتصادية، هندسية... الخ .

4- التحقق من تطبيق الفروض والمعايير المحاسبية المتعارف عليها: اذ ان مشكلة القياس المحاسبي من اخطر المواضيع التي تواجه المحلل المالي، ولذلك من الضروري

ان تكون القوائم المالية معتمدة من قبل مراجع قانوني مؤهل علميا وعمليا وذو خبرة، مع ذلك على المحلل المالي ان يتاكد بنفسه من تطبيق المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، محليا اذا كانت المقارنة محلية ودوليا او مطابقة لنفس الدول التي يتواجد ضمنها المشروع محل المقارنة، وعند اكتشاف مخالفات محاسبية يتطلب من المحلل المالي ان يدخل التعديلات اللازمة على القوائم المالية ويجعلها معبرة بصدق عن حقيقية اعمال المشروع، وان تعذر عليه القيام بذلك يقوم بالافصاح عن هذه الحقائق ويضعها امام المستفيدين من عملية التحليل المالي.

5- اعادة تبويب القوائم المالية بما يتناسب مع عملية التحليل: ونقصد بذلك تبويب العناصر اي الارقام المعروضة في القوائم المالية الى مجموعات تضم عناصر متجانسة، بحيث تعبر كل مجموعة عن حقيقية معينة بصورة دقيقة، وهذا يستلزم القيام بتعريف واضح للمصطلحات المكونة للعناصر المتكونة منها القوائم المالية، بحيث نجعل هذه العناصر تعكس حقيقة الأنشطة والأحداث الاقتصادية والمالية والتشغيلية، مع التاكد من ثبات هذا التبويب من سنة الى اخرى، وترتيب هذه الحقائق بشكل مبسط لتسهيل قرائتها وفهم مدلولاتها، فمثلا ان حساب السحب على المكشوف في البنك يبوب محاسبيا في مجموعة الخصوم المتداولة، ولكن المحلل المالي يعيد عرض العنصر المذكور ضمن مجموعة الموجودات المتداولة ولكن مطروحا منها، فمن الناحية الرقمية يتماثل الموقفان ولكن من زاوية التحليل المالي فان الهدف معرفة الرقم الدقيق عن كل من الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، فإذا كانت الأصول المتداولة 100000 دينار والخصوم المتداولة 60000 دينار من ضمنها سحب على المكشوف بمقدار 5000 دينار، فان المحلل المالي يعيد تبويب الاصول المتداولة بالشكل التالي 100000 – 5000 = 95000 دينار

ويعيد تبويب الخصوم المتداولة بالصورة التالية60000 – 5000 = 55000 دينار.

6- وضع خطة العمل واختيار ادوات التحليل المالي المناسبة: ان وضع خطة عمل شاملة ومحددة امر ضروري لانجاز عملية التحليل، وتتضمن الخطة وقت انجاز عملية التحليل لاهميته في اتخاذ القرار، ولكون الظروف المالية في تغير

متسارع مع تحديد الاحتياجات النوعية والكمية من البيانات والمعلومات وحجم الكادر المساند وتحديد مستوى الكفاءة والقدرة على تنفيذ الواجبات التي تناط به، ويعتمد ذلك أيضاً على نوعية المعلومات والبيانات المتوفرة والمقاييس والهدف من عملية التحليل وامكانية المحلل وخبرته، فلابد من اختيار المؤشرات التي تتلائم مع الهدف من عملية التحليل ولابد من تحديد الاهمية النسبية ووزن كل مؤشر والتركيز على ادوات محددة عند بداية التحليل، وعند الحاجة الى ادوات اخرى يتم التوسع باضافة ادوات تحليل جديدة للوصول الى تحليل علمي دقيق للمشروع، ولمعرفة التغيرات التي طرات على عناصر القوائم المالية ومدى التقدم او التراجع يتم استخدام طريقة مقارنة البيانات المالية لسنوات مختلفة، ولتفادي عيوب هذه الطريقة يتم اختيار طريقة مقارنة الاتجاهات بالاستناد الى الرقم القياسي، ولمعرفة مصادر واستخدامات الاموال يتم تحليل هيكل المشروع ومعرفة كل بند من بنود الاصول والخصوم وكيفية توزيع مصادر الاموال بين مختلف عناصر الخصوم من حيث كونها قصيرة الاجل او الطويلة الأجل او استخدامات متداولة او ثابتة ويمكن استخدام قائمة التدفق النقدي لتحديد صافي التدفقات النقدية، ولمعرفة العلاقة بين بنود القوائم المالية يتم التحليل المالي باستخدام النسب المالية، ولتحديد حجم المبيعات وسعر الوحدة الواحدة ومقدار الايرادات التي يحققها المشروع والارباح يتم استخدام نقطة التعادل .

7- تحديد المعايير التي تتناسب مع طريقة وهدف التحليل لقياس النتائج التي تم التوصل اليها ومقارنتها معها واستخراج الانحرافات وتحديد اسبابها وطرق معالجتها.

8- **الاستنتاجات والتوصيات:-** القيام بعرض الاستنتاجات التي يحصل عليها المحلل المالي وترتبط عملية الاستنتاجات بطبيعة البيانات والمعلومات المستخدمة والمتاحة ودقة عرضها وقدرة المحلل على الربط بينها وطبيعةالنسب المالية المستخدمة واستقرائها ومعرفة ماورائها والاطلاع المفصل على انشطة المشروع وتحديد

العناصر الاهم منها واقتراح التوصيات المناسبة بهذا الشان، وادراج كل ذلك في التقرير النهائي الذي يجب ان يتصف بالوضوح والبساطة والعلمية، وان تكون المقترحات منطقية تتلائم مع اهداف عملية التحليل.

سادسا:- معايير التحليل المالي Standards of comparison

مفهوم وخصائص المعايير (Nature and characteristics)

عبارة عن مؤشرات للمقارنة وتعطي نتائج التحليل قيمة مقارنة يمكن تفسيرها وتساهم في تحديد الانحرافات وتأشير الأسباب المؤدية اليها، ويختلف مصدر المعيار المستخدم وطرق اختياره، ولكن توجد بعض الخصائص التي يجب ان تتوفر في المعيار المختار، ومن هذه الخصائص الواقعية أي تختار المعيار البعيد عن المثالية وان يكون غير متواضع في الوقت نفسه، وان يسهل استخدامه ويتسم بالبساطة وعدم إمكانية التأويل واحتمالات التفسير المتعدد الجوانب لهذا المعيار، وقد تكون هذه المعايير مستلة من السنوات السابقة او متوسط لمعايير الشركات المماثلة ذات الإنجاز المثالي، مثل الشركات ذات الكفاءة والسمعة المالية الرصينة.

أنواع المعايير(types):

1- **المعايير المطلقة (Absolute Standards)** هي مؤشرات متعارف عليها تعتمد على صفات مشتركة لمختلف القطاعات والمشاريع بغض النظر عن حجمها ونوعها وفترة التحليل، ولذلك فان مدلولاة هذا المعيار ضعيفة كونها تأخذ قيمة مالية ثابتة لنسبة معينة تشترك بها كافة المشاريع، ومن المعايير المطلقة شائعة الاستخدام معيار نسبة التداول البالغة 1:2، والسيولة السريعة 1:1 .

2- **معايير القطاع أو الصناعة (Industry Average)** وهي المؤشرات المتفق عليها في القطاع الذي ينتمي أليه المشروع محل المقارنة، ويستخرج باحتساب متوسط النسب لمجموعة كبيرة من الشركات التي تنتمي إلى قطاع أو مفصل واحد ولفترة زمنية محددة، ويتولى إعداد مثل هذا المعيار الاتحادات المهنية كغرف التجارة والصناعة والمؤسسات المالية المتخصصة، ويعد هذا المعيار مؤشر عام يبين

الانحرافات عن معدل القطاع الذي ينتمي إليه المشروع محل الدراسة وهي اقرب الى الواقع مقارنة بالمعيار المطلق، ويجب ان يأخذ المحلل المالي بعين الاعتبار عند المقارنة اختلاف طبيعة المشاريع داخل الصناعة الواحدة من الحجم ونمط الانتاج والمعايير المحاسبية والموقع ومكونات الهيكل التمويلي، اذ ينتقد هذا المعيار بعدم اخذه الخصائص الخاصة بالمشروع محل المقارنة.

3- **معيار الشركات المماثلة:** والتي لها تاريخ طويل في السوق وإنجازاتها معتمدة من قبل المتعاملين والمستثمرين والاسواق المالية.

4- **المعايير الإدارية ويسمى أيضا المعيار المخطط(Planned or Budget Std):** تقوم ادارة المشاريع عادة بوضع وتصميم الأهداف لمختلف الأنشطة ضمن الخطط المالية المستقبلية للمشروع، ويتم مقارنة نتائج التحليل المالي لانشطة المشروع المنفذة لهذه الاهداف مع الخطط المعدة بهذا الشأن خلال فترة زمنية محددة وعندها يتم تحديد الانحرافات واسبابها، كاعداد الموازنات التقديرية للمبيعات او النقدية او تحديد التكاليف واسعار البيع .... الخ.

5- **المعايير التاريخية أو المعيار الاتجاهي (Trend Analysis):** وهو معيار تاريخي يبين اداء المشروع في السنوات السابقة ويحدد اتجاهاته ويقيس مدى التطور او التراجع في نشاطه، إذ يتم تقييم أدائه في الماضي ويعد معيار للتنبؤ بهذا الأداء مستقبلا من خلال المقارنات بين النسب المالية لنفس المشروع للسنوات السابقة، وكذلك معرفة مدى فاعلية السياسات الجديدة بعد مقارنتها مع نتائج الأعمال، ويمكن استخراج هذا المعيار باعتماد المتوسط لنتائج الاعمال لعدد من السنوات لنفس المشروع بعد اختيار سنوات ذات نتائج طبيعية، اذ نعرف من خلالها اتجاه أداء المشروع، ويؤخذ على هذا المعيار طريقة احتسابه التي تعتمد الماضي اساس بذلك دون النظر الى تأثير البيئة مستقبلا ومتطلبات الواقع الجديد والمتطور باستمرار للمشاريع المماثلة.

ولغرض المقارنة بين نسب التحليل المالي للمشروع وبين المعايير المذكورة، يتطلب الأمر دراسة المعايير بدقة واختيار المناسب منها، آخذين بعين الاعتبار طبيعة

عمل المشروع والمنطقة الجغرافية التي ينتمي أليها، وان يتصف المعيار بالواقعية والعلمية والاستقرار النسبي والوضوح أي لا يقبل التفسير والتغيير والتأويل، كما لابد من ملاحظة مجموعة الأعراف المحاسبية المطبقة من قبل المشاريع محل المقارنة، وخاصة في ما يتعلق بطريقة استهلاك الموجودات وطرق تقييم المخزون في نهاية المدة، وسياسة إعادة تقييم الموجودات الثابتة وتقييم اسعار العملات الأجنبية، وكيفية التعامل مع بعض المصاريف كمصاريف البحث والتطوير سواء من حيث اعتبراها نفقه جارية أو نفقه رأسمالية....الخ .

سابعا:- الجهات المستفيدة من التحليل المالي

يمكن استعراض الجهات المستفيدة من التحليل المالي بما يلي:-

أ- **الدائنون (Creditors):-** وهم فئة المقرضين إلى المشروع من البنوك والمؤسسات المالية المختصة سواء من الذين قدموا قروض طويلة الأجل أو قصير الأجل، فهم يهتمون بالتحليل الائتماني للمشروع لمعرفة مركزه المالي، و درجة الخطر التي تتعرض لها قروضهم وقدرة المشروع على الوفاء بالتزاماته، ودرجة الرافعة المالية للمشروع والعناصر المكونة لهيكل رأس المال ومصادر الأموال المتاحة للاستثمارات .

ب- **المستثمرون(Investor):-** يهتم المستثمرون بالتحليل الاستثماري للمشاريع لتقييم استثماراتهم الحالية والجديدة ومدى سلامة الاستثمار توفر الفرص المتاحة لتحقيق النمو والتطور للمشروع، وكفاءة الأداء الحالي والعوامل المؤثرة على هذا الأداء مستقبلا.

ج- **يهتم المساهمون عادة بالنسب المالية** التي تقيس كفاءة اداء المشروع وربحيته ونسب المديونية والعائد على الاستثمار ومقدار ربحية السهم الواحد وسعر السهم في السوق.

د- الإدارة (Management): تهتم الإدارة بنتائج تحليل النمو وربحية المشروع ومدى فاعلية وكفاءة الادارة في اتخاذ القرارات واستخدام الموارد واتجاهات الأداء للمشروع والمشكلات على مستوى الإدارات الفرعية.

هـ- العاملون(Employees): تهتم هذه الفئة بالتحليل المالي لمعرفة مدى نجاحهم في الإسهام بتحقيق أهداف المشروع، ومعرفة مدى توفر الاستقرار الوظيفي، وتحديد المطالب الجديدة في ضوء النتائج وتعد وسيلة مناسبة لتحقيق هذه المطالبات وفق مؤشرات منطقية.

و-الحكومة(Government)والمؤسسات المختصة:- تهتم بعض الوحدات الحكومية بنتائج التحليل المالي لأنها تعكس صورة عن الأداء المالي، وفي بعض صورها تعكس مدى الالتزام بالتعليمات المالية والقوانين الخاصة بالأسعار والضرائب، كما يمكن استخدامها لأغراض البحث والإحصاء من قبل المختصون في التحليل المالي لغرض نشر المركز المالي والترتيب الائتماني للمشاريع.

ز- المنافسون وهدفهم معرفة الخلل او التميز لدى المشروع لكي يضعون الخطط المقابلة المنافسة لتحقيق أغراضهم.

ح- تحليل الاندماج: ويستخدم هذا التحليل عند الرغبة بالاندماج بين شركتين او اكثر، ومدى جدوى عملية الاندماج للمساهمين في المشاريع المندمجة، ويتم تقدير القيمة الحالية للمشروع المطلوب شرائه، والقيمة المتوقعة بعد الاندماج واسعار الاسهم والارباح المتوقع الحصول عليها.

ثامنا:- القوائم المالية:

عبارة عن بيانات تفصيلية واجمالية اساسية لجميع عناصر المعاملات والأنشطة في المشروع، تعرض في مجموعة كشوف محاسبية وفق مواصفات معينة موجب المعايير المحاسبية ويعبر عنها بشكل ارقام تعكس جميع العمليات والأنشطة الإقتصادية والمالية التي ينفذها المشروع خلال فترة محددة (ربع سنة، نصف سنة، سنة)

فيتعرف القاريء من خلالها على نتيجة اعمال المشروع والتغيرات الحاصلة في مركزه المالي وعادةً تكون على ثلاثة أشكال :-

قائمة المركز المالي او الميزانية(Balance Sheet) :-

عبارة عن كشف منظم يعرض البيانات من واقع السجلات المحاسبية، ويبين الأصول التي يملكها المشروع وتستخدم لأغراض تحقيق الدخل، وجانب الخصوم وحقوق الملكية وهي الموارد التي حصل عليها المشروع، اي انها تبين حجم ممتلكات المشروع والالتزامات المترتبة عليه، وتعد قائمة المركز المالي على أساس سنوي وتعبر عن الموقف المالي في لحظة معينة، ويتم تبويب عناصر المركز المالي لتحقيق الهدف الأساسي من إعدادها، وهو عرض صورة المشروع بما يسهل مهمة الوقوف على حقيقة المركز المالي في نهاية الفترة المالية، ويتكون هذا الكشف من جزئين:-

الأول... يعرض قيمة الاستثمارات في المشروع اي استخدام مصادر الأموال ويعبر عنها في شكل أصول، وقد تكون هذه الأصول ثابتة أو أصول متداولة او استثمارات مالية.

والثاني... يبين مصادر الأموال المستثمرة التي قد تكون مصادر ممولة من الغير (أموال دائنة) تسمى المطلوبات المتداولة او الخصوم، أو مصادر يساهم بها مالكي المشروع (حقوق ملكية).

وتعرض قائمة المركز المالي بشكل نقدي في تاريخ معين، وتستخدم مخرجات القائمة في تقييم المشروع بوسائل تحليل متعددة منها استخراج النسب المالية وتحديد العلاقة بين عناصر ومكونات هذه العناصر، وتعطي المؤشرات المستخرجة نتائج متعددة تحدد الربحية ودرجة سيولة الأصول وقدرة المشروع على تسديد التزاماته وكفاءة استغلال استثمارات المشروع، والكشف أدناه يبين العناصر التي تعرض في قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية) ويختلف ترتيب مكونات عناصر قائمة المركز المالي من قطاع إلى آخر أومن مشروع إلى آخر حسب سيولة هذه الأصول وأهميتها بالنسبة للمشروع نفسه، وعموما يتكون المركز المالي من العناصر الآتية:-

الأصول	الخصوم وحقوق الملكية
الأصول المتداولة	**الخصوم المتداولة**
الأصول المتداولة-النقد	أوراق دفع
الصندوق	السحب على المكشوف
البنك	الموردون
الذمم المدينة	الدائنون
المدينون	مخصص الضرائب
– مخص الديون المشكوك فيها	مخصص مكافأة نهاية الخدمة
أوراق القبض	مصاريف مستحقة الدفع
– مخصص الخصم	الإيرادات المقبوضة مقدما
مدينون آخرون	
المخزون	
مواد خام	
مواد تحت الصنع	
مواد تامة الصنع	
قطع غيار	
الاستثمارات قصيرة الأجل	
– مخصص هبوط الأسعار	
المصاريف المدفوعة مقدما	
إيرادات مستحقة	
الاستثمارات طويلة الأجل	الخصوم طويلة الأجل
الاستثمارات في شركات تابعة	–القروض طويلة الأجل
الاسهم(بالتكلفة)	–السندات

الأصول	الخصوم وحقوق الملكية
ا- أصول ملموسة (الأصول الثابتة)	
الاراضي (بالكلفة)	رأس المال الاسمي
الأبنية	اسهم عادية (عدد الاسهم ×قيمة السهم)
– مجمع الاستهلاك	اسهم ممتازة (عدد الاسهم ×قيمة السهم)
السيارات (بالكلفة)	رأس المال المصدر
– مجمع الاستهلاك	قيمة الأسهم في السوق- قيمة الأسهم الاسمية
أثاث (بالكلفة)	
– مجمع الاستهلاك	** المستحق على المساهمين
الآلات(بالكلفة)	السهم الممتاز- قيمة السهم الاسمية
– مجمع الاستهلاك	** المستحق على المساهمين
معدات(بالكلفة)	رأس المال المدفوع
مجمع الاستهلاك	الاحتياطات (قانوني، عام، طواريء)
الاصول غير الملموسة	احتياطي راسمالي
مصاريف تاسيس	تسوية ارباح، استهلاك السندات، استبدال اصول ثابتة، علاوة اصدار، حقوق المالكين
مصاريف اصدار	أرباح العام
مصاريف حملات اعلامية	أحتياطي قانوني، احتياطي عام، تسوية ارباح
– الاستهلاك	توزيع الارباح على المساهمين
	مكافآت مجلس الادارة
	– المخصصات
ب- أصول غير ملموسة	
الشهرة (بالكلفة)	
– تخفيض قيمة الشهرة	

الأصول	الخصوم وحقوق الملكية
حق الامتياز- الاستهلاك	
- الاستهلاك	
مصاريف التأسيس	
مصاريف الإصدار	
مصاريف أخرى	
مصاريف حملات إعلانية	
- الاستهلاك	

1 - الأصول (Assets)

وتتكون الأصول من العناصر الآتية:-

أ-الأصول المتداولة (Carnet Assets)

هي تلك الأصول التي تكون قابليتها للتحويل إلى سيولة نقدية عالية خلال الدورة التشغيلية للمشروع وتتضمن العناصر آلاتية:-

- **النقد (Cash)** وهو اكثر الأصول المتداولة سيولة والجاهزة لتلبية متطلبات عمليات التشغيل الجارية، ويشمل جميع الأرصدة النقدية للمشروع سواء أكان هذا الرصيد في الخزانة أو في المصرف، مع ضرورة التمييز بين النقد المحجوز كضمانات لتعاملات المشروع مع الجهات المختلفة والنقد غير المقيد، أن النقد المقيد لا يعتبر جزء من الأصول المتداولة ويجب الإفصاح عن قيمة الأرصدة النقدية المقيدة.

مثل الحد الأدنى من الرصيد النقدي الذي يجب الاحتفاظ به كشرط من شروط منح القروض (الرصيد المعوض).

- الاستثمارات قصيرة الأجل (Short long Investment) هي المبالغ المستثمرة في الأوراق المالية التي تتميز بقابليتها للبيع الفوري كالأسهم التي يتم تداولها في السوق المالي وكذلك السندات قصيرة الأجل، وخاصة سندات الحكومة التي يسهل تحويلها إلى نقد عند الحاجة، ويشمل جميع ما في المحفظة الاستثمارية من الأوراق المالية التي تشترى بهدف البيع.

-الذمم المدينة: وتشمل أرصدة المدينون وأوراق القبض (Note & Accounts Receivable) التي تستحق للمشروع بفترة اقل من سنة، ويرتبط بهذين الحسابين حساب مخصص الديون المشكوك في تحصيلها ومخصص الخصم المسموح به، والمدينون عبارة عن أرصدة البيع بالآجل بدون تحرير كمبيالة.

أما أوراق القبض فهي عبارة عن تعهد بالدفع في وقت معين وقد تكون قابلة للخصم ولذلك تكون من عناصر شبه النقد، وتتميز هذه الحسابات بمخاطر عدم الدفع مما يحتم تكوين احتياطي ديون مشكوك في تحصيلها وفي حالة اتخاذ القرارات بجعل بعض الديون معدومة يتم إغلاقها بهذا الاحتياطي وعلى المحلل المالي ان يأخذ مقدار هذا الاحتياطي بنظر الاعتبار عند تحليل هذا العنصر. ويتم استبعاد حساب سلف الموظفين وحسابات الشركات التابعة من هذه الأرصدة.

-المخزون (Inventory) هو إجمالي قيمة البضاعة في المخزن خلال فترة محدودة وقد يتضمن بنود لا يتوقع استخدامها أو بيعها خلال السنة المالية، ويتكون على الأكثر من أربعة عناصر هي المواد الأولية والبضاعة تحت الصنع والبضاعة تامة الصنع، والمخزون من قطع الغيار، ومن المعتاد قيام المشروع بجرد هذه المواد في نهاية السنة واعداد جداول الجرد بهذه البضاعة ومن ثم القيام بتقييمها بطرق مختلفة، فقد يكون التقييم بسعر السوق أو الكلفة وتختلف طرق التقييم بالكلفة فقد يتم اعتماد طريقة متوسط الكلفة أو الداخل أولا خارج أولا(FIFO) أو الداخل أخيرا خارج أولا (LIFO)، ان اعتماد أي من هذه الطرق سيؤدي إلى التأثير على قيمة المخزون وسينعكس ذلك على قيمة الأصول المتداولة، ويهتم

المحلل المالي باسلوب التقييم واستمرارية تطبيقه لانه يؤثر على قيمة هذه الاصول وبالتالي على نتائج التحليل .

-المصروفات المدفوعة مقدما (Prepaid Expenses) يتم في بعض الحالات دفع قيمة البضاعة أو الخدمة المتوقع استنفاذها خلال السنة مقدما قبل الحصول عليها، ومثل هذه المصاريف تصنف ضمن الأصول المتداولة على اعتبار أنها دفعة مقدما على بضاعة أو خدمة لابد ان نستعمل النقد لحيازتها ولكنها تعتبر من الأصول المتداولة غير السائلة مثل الإيجاد المدفوع مقدماً أو قسط التأمين.

ب- الأصول الثابتة(Fixed Assets)

وهي تلك الأصول التي يقتنيها المشروع بهدف مساهمتها في عمليات الإنتاج او تقديم خدمة طويلة الاجل وعادة لا يتم اقتنائها لغرض اعادة بيعها، مثل الأراضي والعقارات والآلات وتتصف بطول عمرها الإنتاجي لاكثر من سنة ويتوقع ان تحقق عوائد على مدى سنوات متعددة قادمة، وعند التحليل المالي يتم فصل الطاقة التي لم تتهيأ للانتاج عن اجمالي الاصول الثابتة، لان ذلك يؤدي الى الحصول على مؤشرات غير دقيقة، ويتم تقييم الاصول الثابتة بسعر الكلفة اي بقيمة كلفتها الفعلية ويتم استهلاكها خلال العمر الإنتاجي الافتراضي، اما تلك الاصول التي يحصل عليها المشروع دون دفع قيمتها كالهدايا، فيجب تقييمها بسعر المثل او بقيمة رمزيةحسب اهميتها ويظهر مقابلها احتياطي راسمالي، وتستخدم عدة طرق لاستهلاك الاصول الثابتة ومن هذه الطرق الإستهلاك بطريقة القسط الثابت وتحسب بقسمة قيمة الأصل على عدد سنوات العمر المتوقع، أو طريقة الإستهلاك المتناقص، وتتكون الأصول الثابتة من العناصر آلاتية:-

- الأراضي وهي غير خاضعة للاستهلاك.
- الأبنية والآلات وهذه الأصول تخضع إلى الاستهلاك وتنخفض قيمتها الدفترية بمقدار قسط الاستهلاك المتراكم، إذ يتم طرح قيمة الأصول من الاستهلاك المتراكم لغرض الحصول على صافي قيمة الأصول.

- الاستثمارات طويلة الأجل وهي المبلغ المستثمرة في اصول طويلة الاجل اي أنها تتميز بطول فترة حيازتها كالاستثمار في الشركات القابضة والشركات الشقيقة والاستثمارات الأخرى التي عمرها اكثر من سنة، أو تلك التي لا يسمح قانون اصدارها التصرف بها الابعد فترة مثل السندات الحكومية التي لا يسمح التصرف بها اذا كانت مقابل احتياطي شراء السندت، او تلك الاصول المتداولة التي يقتنيها المشروع بكميات كبيرة تزيد عن الاحتياجات الجارية مثل قطع الغيار والقرطاسية، وديون المشروع على الغير والتي تستحق بعد فترة اكثر من سنة مثل الودائع طويلة الاجل في المصرف، والطاقة التي لاتتهيأ للانتاج والناجمة عن الاستثمارات الرأسمالية والنفقات الايرادية المؤجلة والتي توزع على اكثر من فترة زمنية لكي يتم استهلاكها بالكامل كمصاريف التأسيس والبحث والتطوير، وضرورة الإفصاح عن القيمة السوقية لهذه الاستثمارات في حالة اختلافها عن القيمة الدفترية.

ج- الأصول غير الملموسة (Intangible Assets)

وهي الأصول المعنوية التي لاوجود مادي لها كشهرة المحل وحقوق الامتياز والاختراع والعلامات التجارية ومصروفات التأسيس، وفي حالة اقتنائها تقيم بكلفتها او بقيمة عادلة في الحالات الأخرى، ولا توجد أسس محددة لتقييم هذه العناصر وكذلك يستبعد ما يقابل قيمتها من حقوق الملكية إذ تتميز قيمتها بالتغير المستمر مما يستدعي الحذر عند تقييمها، وعند استخراج القيمة الصافية للأصول الثابتة للمشروع يتم استبعاد قيمة الأصول غير الملموسة لعدم إمكانية تسييل هذه الأصول.

2- المطلوبات وحقوق الملكية (Liabilities &Equity) :

وهي المصادر التي يعتمد عليها المشروع في تمويل استثماراته وأنشطته التشغيلية الأخرى، وتعبر عن حجم التزامات المشروع تجاه الغير الذي قد يكون مالكاً أو مقرضاً أو مورداً وتشمل ما يلي:-

أ- **المطلوبات المتداولة (Current Liabilities)** وهي إجمالي الالتزامات قصيرة الأجل وعمرها اقل من سنة وتشمل العناصر التالية:-

- أوراق الدفع: وهي الكمبيالات المحررة لصالح الموردين عند استخدام أسلوب الشراء بالآجل من قبل المشروع.
- الديون قصيرة الأجل: وهي القروض المصرفية التي مدة استحقاقها اقل من سنة ومبلغ السحب على المكشوف.
- مصاريف مستحقة الدفع: هي كافة المصاريف التي تستحق الدفع لمصلحة الغير مثل المخصصات المكونة لمواجهة بعض الالتزامات كمخصص الضرائب ومخصص التعويضات والدعاوى المرفوعة ضد المشروع والرواتب المستحقة الدفع.
- الإيرادات المقبوضة مقدما: وهي المبالغ المستلمة مقدما من الغير مقابل وعد بتجهيز البضاعة أو تقديم الخدمة في وقت لاحق.

وللتوصل الى تحديد الخصوم المتداولة بشكل دقيق، فان المستحقات من الأقساط والفوائد عن الالتزامات طويلة الاجل في السنة المعنية يجب ان تبوب ضمن الخصوم قصيرة الأجل في ميزانية العام.

ب-**المطلوبات طويلة الأجل (Long Term Liabilities)** وهي الديون طويلة الأجل كالسندات والقروض المصرفية متوسطة وطويلة الأجل التي تستحق الدفع بعد مرور سنة واكثر من تاريخ منح القرض إلى المشروع، وتظهر بقيمتها الصافية بعد دفع الأقساط المترتبة عليها، ولأغراض التحليل المالي يجب ان نصنف هذه الخصوم حسب تاريخ الحصول عليها مع بيان تاريخ الاستحقاق وشروط التسديد والاولويات ان وجدت.

ج- **حقوق المساهمين(Capital Equity)** :- هي حجم الأموال التي تبين مساهمة المالكين في رأسمال المشروع:وتتكون من:-

- رأس المال المدفوع اي المبالغ المدفوعة من قبل مالكي المشروع بصيغة نقدية او بشكل اسهم وقد تكون مسددة بالكامل او مسددة جزئيا، وهنا لابد من الإفصاح عن رأس المال المصرح به ورأس المال المصدر ورأس المال المكتتب به.
- الأرباح المحتجزة: وهي الأرباح القابلة للتوزيع ولكنها تحتجز من قبل أصحاب المشروع لغرض التوسع في الاستثمار الداخلي او الخارجي، وتشمل الرصيد المرحل من السنوات السابقة + الارباح القابلة للتوزيع في هذه السنة-(التوزيعات النقدية + الاحتياطيات المكونة لهذه السنة).
- الاحتياطات وهي على نوعين الاول... التي يتم احتجازها بموجب القانون وتسمى الاحتياطيات الاجبارية كالاحتياطي القانوني، او احتياطي شراء السندات الحكومية او احتياطي اطفاء السندات، والنوع الثاني... الاحتياطي الاختياري العام اولاغراض محددة كاحتياطي ارتفاع اسعار الاصول الثابتة، وتغذي الاحتياطيات إما بتجزئة رصيد الارباح بين عدة حسابات وقد يكون الهدف من ذلك عدم توزيع ارباح عالية القيمة، أو يمكن ان يكون الاحتياطي من الارباح الايرادية الناجمة عن النشاط او أرباح رأسمالية ناجمة عن بيع الاصول الثابتة، ان النوع الاول يمكن ان يعاد الى عملية التوزيع وتوزيعه على المالكين، ولكن الاحتياطات الرأسمالية غير قابل للتوزيع الا بشروط خاصة، ولغرض التحليل المالي يجب تصنيف الاحتياطيات حسب نوعها ومعرفة الغرض الذي تم احتجاز هذه الاحتياطيات من اجله .
- المخصصات وهي المبالغ التي يتم تخصيصها لمواجهة حالات معينة مثل الديون المعدومة وغيرها من الحسابات المعرضة للتناقص مستقبلا .
- علاوة الإصدار ويظهر هذا الحساب نتيجة قيام المشروع ببيع الأسهم الجديدة المصدرة بأكثر من قيمتها الاسمية.

قائمة الدخل (Income Statement) :-

لاحتساب صافي الربح المتحقق من المشروع لابد من أعداد قائمة الدخل وفي أدناه نموذج لقائمة الدخل:-

البيان	المبلغ
المبيعات	###
* المبيعات النقدية	
* المبيعات الآجلة	
كلفة البضاعة المباعة (-)	###
مجمل الربح	###
مصاريف التشغيل (-)	###
مصاريف البيع والتوزيع	###
المصاريف الإدارية	###
مصاريف متنوعة أخرى	###
الربح قبل الفوائد والضرائب	###
الفوائد	###
الربح	###
إيرادات الاستثمارات	###
خسارة بيع الموجودات	###
الربح الخاضع للضريبة	###
الضريبة	###
صافي الربح القابل للتوزيع	###

وتتضمن قائمة الدخل العناصر الآتية:-

أ- **المبيعات (Gross Sales)** وهي الدخل المتحقق من عمليات البيع الناجمة عن الأنشطة الأساسية للمشروع، وقد تكون هذه المبيعات نقدية أو آجلة، كما ان المقصود بالمبيعات هنا هي صافي المبيعات بعد استبعاد مردودات المبيعات ومبالغ الخصم المسموح به، وتقيم المبيعات بسعر البيع بعد الخصم التجاري، وعلى المحلل المالي ان ياخذ بعين الاعتبار قيمة البضاعة برسم البيع .

ب- **كلفة المبيعات (Cost Of Good Sold)** يتكون هذا العنصر من التكاليف التي لها علاقة بالوحدات المباعة، وتختلف مكونات كلفة المبيعات حسب طبيعة المشروع، فالمشاريع التجارية تتكون من بضاعة أول المدة والمشتريات(تحمل بجميع المصاريف حتى وصولها الى المستودعات) بعد طرح بضاعة آخر المدة، أما المشاريع الصناعية فيضاف أليها المصروفات الصناعية المباشرة وغير المباشرة، ككلفة العمل والمواد ومصاريف الصيانة والتامين واستهلاك المصنع.

ج- **مجمل الربح(Gross Margin)** وهو الفرق بين المبيعات وكلفتها وهو بذلك يتأثر بكمية البضاعة المباعة وكلفتها وسعر البيع.

د- **مصروفات التشغيل (Operation Expenses)** وهي أجمالي مصاريف البيع والتوزيع كرواتب العاملين وعمولات البيع وكلفة صالات العرض وكلفة الديون المعدومة ومخصص الديون المشكوك فيها والمصروفات الإدارية والعمومية وهي جميع مصروفات الادارة العامة ومخصصات استهلاك الأصول الثابتة.

هـ- **صافي الربح قبل الفوائد والضرائب (ربح العمليات)** وهو الربح الذي يحققه المشروع من النشاط الجاري الرئيسي، دون إضافة أية أيراد أو مصروف لا ترتبط بالأنشطة الأساسية له أي استبعاد الإيرادات أو الخسائر العرضية مثل إيراد بيع الأصول وخسائرها، وبالنسبة للمحلل المالي يعتبر من اكثر العناصر أهمية لانه يساهم في تقييم المشروع ويمثل قدرته على تحقيق النجاح في تنفيذ الخطط وفق الاهداف المرسومة.

و-الإيرادات والمصروفات الأخرى (Other Revenues & Expenses) وهي الإيرادات الناجمة عن الأنشطة غير الرئيسية كالعوائد الناجمة عن الاستثمارات، وكذلك المصاريف المتعلقة بالتمويل كفوائد القروض والخصم المسموح به، والخسائر الرسمالية الناجمة عن بيع الاصول، ويقع ضمن هذا البند أيضا الأرباح والخسائر غير العادية وغير المتكررة كالأرباح الرسمالية واسترداد مصاريف سنوات سابقة، وتفصل هذه الايرادات بهدف تسهيل اجراء المقارنات بين الوحدات الاقتصادية وفق اسس متشابهة.

ز- صافي الربح بعد الضريبة ويتم احتسابه بعد طرح الربح المتحقق من العمليات التشغيلية ومصادر الإيراد الأخرى من مبلغ الضريبة وهو المبلغ الممكن توزيعه على المساهمين .

ادوات التحليل المالي.(Tools Of Financial Analysis)

أ- النسب المالية (Ratio Analysis)

ب- قائمة مصادر واستخدامات الأموال(Sources & Application of Funds)

ج- قائمة التدفق النقدي (Cash flow Statement)

د- الموازنات التقديرية النقدية(Cash Budgeting)

هـ- القوائم المالية المقارنة لسنوات متعددة(Comparative Financial Statements)

و- تحليل التعادل(Break Even Analysis)

وسيتم في هذا الفصل عرض موضوع التحليل بالنسب المالية وقائمتي مصادر واستخدام الأموال والتدفق النقدي، والتحليل الرأسي والتحليل الأفقي للمشاريع.

تاسعا:- نسب التحليل المالي(Ratio Analysis)

التحليل باستخدام النسب المالية يعني أيجاد علاقة بين عنصرين أو اكثر من عناصر القوائم المالية، لغرض تزويد الأطراف المستفيدة بمعلومات اكثر توضيحا ودقة وتفسيراً عن المشروع الذي نحن بصدد تقييمه، ويمكن استخدام نسبة واحدة في

عملية التحليل المالي كاستخدام نسبة صافي الربح الى رأس المال المستثمر او اختيار اي علاقة بين عنصرين في القوائم المالية، ولكن تكون نتائج التحليل المالي لنسبة واحدة غالبا غير كافية للتعرف على واقع ارباح المشروع، او اي هدف اخر لانها تغفل الاهداف الاخرى التي يسعى اليها المشروع مقارنة بهدف الربح الى رأس المال المستثمر كهدف الحفاظ على السيولة او تخفيض معدل المديونية، وهذا يعني ان استخدام نسبة واحدة قد يعطينا نتائج مضللة لايمكن الركون اليها عند اتخاذ القرارات.

ان ذلك يدفعنا نحو استخدام عدد من النسب للوصول الى الهدف من عملية التحليل لتلافي سلبيات الركون الى نسبة واحدة، وربما يعلق البعض على ان نتائج تحليل النسب المالية المتعددة في مشروع معين قد تكون متعارضة اي التوصل الى احكام متعارضة، فقد تكون الربحية جيدة ولكن نسب ومؤشرات السيولة ضعيفة وهنا تلعب مقدرة وخبرة المحلل المالي في حصر النسب المالية بحيث لاتغفل المجالات المهمة اضافة الى اختيار عدد من النسب التي تتلائم مع الهدف المطلوب، وفي احيان كثيرة يتم استخدام النسب المركبة لقياس الاداء مع اعطاء وزن نسبي معين لكل نسبة وحساب المتوسط العام لهذه النسب.

مثلا إن نسب مزيج القروض تهدف الى تحليل القروض حسب تشكيلتها وتحديد القطاعات التي تتركز فيها القروض المصرفية ومدى انسجامها مع سياسة الاقراض، المخطط الوصول إليها وكذلك الحال عند إعداد نسبة محفظة الاستثمار المصرفية.

مثال:

تتكون محفظة المصرف الاستثمارية من الأدوات الاستثمارية التالية:

سندات الحكومة المركزية

سندات الشركات العامة

سندات الحكومات المحلية

سندات الشركات العريقة

النسب	الترجيح (بالنقاط)
نسبة أوراق الحكومة المركزية/ متوسط الودائع	50
نسبة اوراق القطاع العام / متوسط الودائع	20
نسبة اوراق الحكومة المحلية / متوسط الودائع	15
نسبة اوراق القطاع الخاص / متوسط الودائع	15

او نسب مزيج القروض التي تبين انواع القروض منسوبة الى مجموع القروض الكلية

النسب	الترجيح
نسب القروض التجارية/ مجموع القروض	30
نسب القروض الاستهلاكية / مجموع القروض	20
نسب القروض العقارية / مجموع القروض	40
نسب القروض الاخرى / مجموع القروض	10

ان هذه النسب تاخذ مجموع الانشطة والاهداف التي يسعى المشروع الى تحقيقها وهي بذلك تمثل العديد من الاهداف في وقت واحد مع اضافة الترجيح المطلوب على كل هدف وتاثير ذلك على المشروع.

ويمكن حساب المؤشر المركب(Composite Ind ex) كما يلي:-

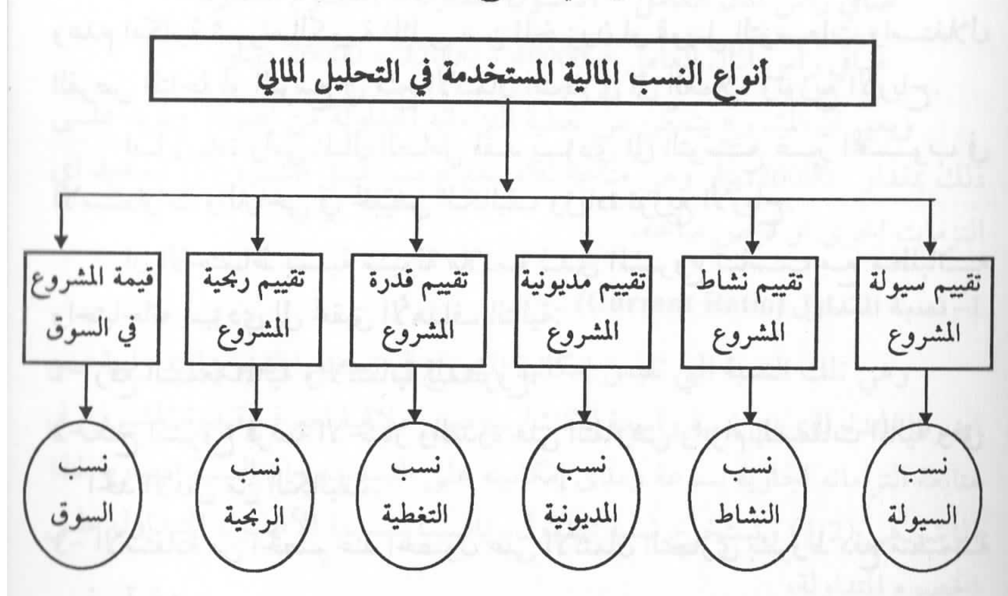
$$م = \frac{7 \text{ ت أ (ر أ)}}{\text{(ر أ)}}$$

أ= 1، م= المؤشر الاجمالي المركب، ت أ = الترجيح النسبي للنسب المحاسبية، ر أ= قيمة النسبة المحاسبية للشركة موضوع الدراسة، ر أ*= قيمة النسبة المعيارية

1- ولغرض توضيح كيفية أعداد هذه النسب نعرض شكل يبين التحليل المالي وانواع النسب المالية المستخدمة ومجموعة من النسب المختارة:- .

شكل رقم (2)

التحليل المالي وأنواع النسب المالية



أنواع النسب المالية المستخدمة في التحليل المالي:-

المجموعة الاولى:- نسب السيولة(Liquidity Ratios):-

وهي تلك النسب التي تقيس أو تهدف إلى تحليل وتقييم رأس المال العامل والتعرف على درجة سيولة المشروع على المدى القصير، والأهمية النسبية لمكونات الأصول المتداولة ودرجة سيوليتها التي تعبر عن إمكانية المشروع في تسديد الالتزامات المتداولة التي مدتها اقل من سنة، وهذا يعني ان الاهتمام سيكون بعناصر الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة، ولذلك فان هدف المحلل المالي من عملية التحليل هو معرفة حجم رأس المال العامل ومعدل الدوران والعائد على رأس المال العامل واستخداماته ومعدلات التغير فيه، إذ يجب أن يقوم المشروع بتسديد الالتزام من الإيرادات بشكل تدفقات نقدية ناجمة عن أنشطة التشغيل، أي عند القيام بالبيع النقدي والحصول على التدفقات النقدية الجارية وعند تحصيل قيمة الذمم المدينة، وعليه فكلما كان المشروع يحتفظ بمقادير كافية من عناصر النقدية أو الأصول سريعة

التحول إلى نقد تزداد قدرته على تسديد التزاماته وبسهولة، وعليه ان النقص في عناصر رأس المال العامل السائلة سيؤدي الى صعوبة تسديد الالتزامات في مواعيدها وعدم امكانية شراء الكمية المثلى من المخزون او تمويل التوسعات واستغلال الفرص المتاحة او التوسع في منح الائتمان التجاري الى العملاء وتوزيع الارباح.

اما زيادة رأس المال العامل فقد يؤدي الى التوسع غير المحسوب في الاستثمارات والتراخي في تخفيض التكاليف وزيادة توزيع الارباح.

ان الاحتفاظ بنسبة سيولة ملائمة لدى المشروع تتناسب مع متطلباته واحتياجاته سيؤدي إلى تحقيق الأهداف التالية:

1- رفع السمعة المالية والائتمانية للمشروع.

2- منح المشروع فرصة الاختيار والقدرة على التفاوض وابرام الصفقات المالية وفق الحد الادنى من التكاليف.

3- الاستفادة من الخصم عند الحصول على الائتمان التجاري بشروط دفع متضمنة نسبة خصم.

4- القدرة على التوسع والاستثمار واغتنام الفرص المتاحة.

5- مواجهة الازمات المالية والتقلبات في الاقتصاد او الانحرافات في الحصول على التدفقات النقدية المتوقعة.

وتعبر النسب التالية عن درجة سيولة اصول المشروع بالاعتماد على البيانات أدناه:-

الأصول المتداولة		الخصوم المتداولة	
النقد	12000	الدائنون	6000
المدينون	2000	أوراق الدفع	1000
اوراق قبض	10000	السحب على الكشوف	10000
المخزون	20000	المصاريف مستحقة الدفع	2000
المصاريف المدفوعة مقدما	1000	القروض قصيرة الأجل	3000
الاستثمارات قصيرة الاجل	3000		

1- صافي رأس المال العامل(Net Working Capital):-

صافي رأس المال العامل = الاصول المتداولة - الخصوم المتداولة

صافي رأس المال العامل = 48000 - 22000 = 26000 دينار

ويعني ان المشروع يتمكن من تغطية التزاماته المتداولة من اصوله ويزيد على ذلك بمقدار 26000دينار وهي متاحة للاستخدام من قبل المشروع في تسديد اي التزامات اخرى او فرص سانحة.

1- نسبة التداول (Current Ratio)

وهي تلك النسبة التي تقيس إمكانية المشروع في تسديد الخصوم المتداولة من اصولها المتداولة وهي نسبة واسعة الانتشار، ومن خلالها نعرف قدرة المشروع في متابعة التزاماته الجارية بسرعة ومدى إمكانيته على التسديد، وان النسبة المعيارية لهذا المؤشر هي (1:2) وتستخرج نسبة التداول رياضيا بقسمة الأصول المتداول على الخصوم المتداولة،

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \text{مرة}$$

وبتطبيق هذه النسبة على ميزانية الشركة أعلاه نحصل على النتيجة التالية

$$\text{نسبة التداول} = \frac{48000}{22000} = 2.1 \text{ مرة}$$

وهذا معناه إن الأصول المتداولة للمشروع المذكور تغطي الخصوم المتداولة بمقدار اكثر من مرتين مما يعطينا مؤشر جيد، اي ان كل دينار من الخصوم المتداولة يقابلها ديناران ومائة فلسا من الاصول المتداولة التي يمكن تحويلها الى سيولة نقدية خلال السنة دون الاستعانة بمصادر تمويل خارجية اخرى، وحتى نصل إلى قدرة المشروع الفعلية على الإيفاء بالتزاماته المتداولة لا بد لنا من دراسة مكونات الأصول المتداولة والخصوم المتداولة وتاريخ استحقاق كل منهما، وقد تكون نسبة التداول

نموذجية في بعض الأحيان وفي الوقت نفسه يواجه المشروع صعوبة في تسديد التزاماته بسبب اختلاف تاريخ التحصيل والاستحقاق.

ان ارتفاع هذه النسبة يعني استقرار التدفق النقدي الداخل مما يطمئن الدائنين قصيري الأجل، وان الارتفاع الكبير لهذا المؤشر قد يعني وجود نقد معطل لدى الشركة أو زيادة في حجم المخزون السلعي لديها أو ارتفاع قيمة حسابات الذمم المدينة، وبصورة عامة بالنسبة لهذا المشروع يستطيع أن يدفع التزاماته المتداولة بالكامل كونها أي هذه النسبة تبين بان الخصوم المتداولة تشكل نسبة 42.9 ٪ من قيمة الأصول المتداولة التي اهم عناصرها (النقدية، الاستثمارات المؤقتة، المدينون، المخزون السلعي).

2 – نسبة السيولة (Liquidity Ratio) :-

ولغرض تلافي عيوب نسبة التداول باعتبار العناصر المكونة لها تضم حسابات بطيئة التحول الى نقد، يتم اعداد نسبة السيولة التي تظهر إمكانية الشركة على تسديد التزاماتها بالاعتماد على الأصول المتداولة سريعة التحويل إلى نقد، ولغرض الوصول إلى هذه النسبة التي تقيس الإمكانية السريعة لتسديد الالتزامات سوف نقسم الأصول المتداولة إلى نوعين :-

أ -الأصول سريعة التداول أو التحول إلى سيولة نقدية وهي(النقد، الاستثمارات المؤقتة وأوراق القبض والمدينون).

ب- الأصول الأقل سيولة مثل المخزون السلعي الذي يتطلب فترة مناسبة ووقت حتى يتحول إلى نقد، ويوجد احتمال بعدم إمكانية تحويله إلى نقد، إذا كانت هناك صعوبات في عمليات البيع، وتعد المصاريف المدفوعة مقدما من ضمن الأصول المنخفضة السيولة لعدم إمكانية استردادها في الوقت المناسب، ولذلك تستبعد أيضا عند احتساب نسبة السيولة، وابتداء نستطيع القول إن معدل 1 :1 لهذه النسبة يبدو معيار نمطي جيد آخذين بعين الاعتبار اختلاف الظروف المالية والاقتصادية من سنة إلى أخرى، وكذلك طبيعة النشاط من قطاع إلى آخر، وتستخرج هذه النسبة كما يلي :-

$$\text{نسبة السيولة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - (\text{المخزون+المصاريف المدفوعة مقدما})}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

ونقصد بالأصول المتداولة (النقدية + الذمم المدينة + الاستثمارات قصيرة الأجل)، أما العناصر التي تستبعدها من بسط هذه النسبة فهي(المخزون + المصاريف المدفوعة مقدما) وفي مثالنا أعلاه يمكن استخراج هذه النسبة كما يلي :-

$$\text{نسبة السيولة} = \frac{(20000+1000)-480000}{22000} = 1.2 \text{ مرة}$$

إن هذا المؤشر مبدئيا يعد مؤشر جيد مقارنا بالمعيار النموذجي، ويستطيع المدير المالي ان يغطي إلتزامات من خلال الأصول المتداولة الأكثر سيولة وهي النقدية والاستثمارات المؤقتة وكذلك بواسطة تحصيل الذمم المدينة دون الحاجة إلى بيع البضاعة من المخزون أو انتظار بيعها.

3- نسبة السيولة السريعة أو الفورية (Quick Ratio):-

وهي تلك النسبة التي تضم اكثر الأصول المتداولة سيولة كونها تعتمد على العناصر السائلة جدا، كالنقد وشبة النقد وتكون عناصرها(النقد في الصندوق والمصرف والأوراق المالية القابلة للتسويق كالسندات الحكومية)، إن هذا المؤشر يستبعد العناصر الأقل سيولة او التي يتطلب تحويلها سريعا الى نقد تحمل بعض الاعباء المالية، كالذمم المدينة والمخزون السلعي والمصاريف المدفوعة مقدما، وبالتالي سوف يقتصر بسط هذه النسبة على الأصول المتداولة التي لا تتعرض لأي تخفيض في قيمتها عند التصرف بها، والنسبة المعيارية النموذجية هي 1:1

ونستطيع استخراجها كما يلي :-

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{النقد + شبة النقد}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

وبالتعويض فان نسبة السيولة السريعة $= \frac{3000+12000}{22000} = 0.68$ أي 68٪.

ونستطيع القول إن هذه النسبة تعد مؤشر غير جيد من الناحية المبدئية مقارنا بالنسبة المعيارية البالغة(1 :1)، ولذلك على المدير المالي لهذه الشركة أن يعمل على الإسراع في تحويل عناصر الأصول المتداولة الأخرى إلى سيولة من خلال تحصيل العنصر الأول وبيع الثاني كتحصيل جزء من الذمم المدينة أو بيع جزء من المخزون السلعي حتى تتمكن من تسديد كل الالتزامات المتداولة المستحقة، ويمكن إضافة أوراق القبض القابلة للخصم إلى بسط هذه النسبة واعتبارها ضمن عناصر شبة النقد آخذين بنظر الاعتبار تكاليف الخصم لهذه الأوراق وإمكانية التصرف بها بسرعة.

المجموعة الثانية: نسب النشاط

وهي النسب التي تبين كفاءة المشروع سواء في تحصيل الذمم المدينة أو في استغلال موارد المشروع الاستغلال الأمثل ويمكن حساب هذه النسب كما يلي بالاعتماد على بيانات المشروع التالي:

البند	المبلغ
المبيعات	100000
- كلفة البضاعة المباعة	70000
= إجمالي الربح	30000
- مصاريف التشغيل	5000
= الربح قبل الفوائد والضرائب	25000
- الفوائد	5000
= الربح الخاضع-	20000
- للضريبة الضريبة	10000
= صافي الربح	10000

1- معدل دوران الذمم المدينة (Accounts Receivable Turnover) :

تعد الذمم المدينة (المدينون+ أوراق القبض) من العناصر التي تتمتع بسيولة كبيرة ولزيادة التعمق في التحليل المالي لعناصر الأصول المتداولة الأكثر سيولة يجب قياس الفترة التي يتم فيها تحصيل قيمة الذمم المدينه، ونظرا لوجود احتمال بأن المشروع لا يستطيع تحصيل قيمة هذه الحسابات في الوقت الذي تستحق فيه، فمن واجب الإدارة المالية التأكد أولا من إمكانية التحصيل وفترة تحصيل الذمم المدينة، وحيث ان إمكانية التحصيل يتم التحوط لها من خلال مخصص الديون المشكوك في تحصيلها فان فترة التحصيل يمكن قياسها من خلال إيجاد معدل دوران الحسابات المدينة الذي يستخرج بقسمة المبيعات الآجلة على الذمم المدينة، وناخذ هنا المبيعات الآجلة بالصافي أي بعد استبعاد المبيعات النقدية ومردودات المبيعات والخصم المسموح به من إجمالي المبيعات، اما حسابات الذمم المدينة فيفضل اخذ متوسطها اذا توفرت البيانات المطلوبة وتحسب بجمع الذمم المدينة اول المدة + الذمم المدينة آخر المدة ونقسمها على (2) وتحسب رياضيا كما يلي :-

$$\text{معدل دوران الحسابات المدينة} = \frac{\text{المبيعات الآجلة}}{\text{متوسط حسابات الذمم المدينة}}$$

ونعني بهذا المعدل دورة حساب المدينون خلال السنة المالية، أي كم مرة تحصل فيها هذه الحسابات وسرعة تحصيلها، اي عدد المرات التي تتحول فيها الذمم المدينة الى نقد ويعني ذلك عدد مرات البيع بالأجل ثم تحصيل ثمن البيع بالاجل ثم البيع والتحصيل مرة اخرى وهكذا، ولغرض معرفة متوسط فترة التحصيل أي عدد أيام تحصيل المبيعات الآجلة يمكن استعمال النسبة التالية :-

$$\text{فترة التحصيل} = \frac{\text{360 يوم}}{\text{معدل دوران الحسابات المدينة}}$$

إن هذا المتوسط يبن قدرة المشروع على تحصيل حسابات الذمم، ولغرض حساب هذه النسبة من المفضل أن نستخدم متوسط الأرصدة المدينة الشهرية بدلا من رصيد آخر المدة، وذلك لاحتمال تأثر الرصيد النهائي بالتغيرات الموسمية التي تنعكس على الأرصدة، كما انه من الضروري التحقق من معدل دوران المدينون. ومن أوراق القبض كونها قابلة للخصم أم لا وذلك لان الخصم سوف يؤدي إلى تخفيض قيمة اوراق القبض، ولاستخراج هذه النسبة بصورة دقيقة يجب عدم طرح مخصص الديون المشكوك فيها من حساب الذمم المدينة حتى لا تعطينا النسبة مؤشر اكبر من الواقع، فاذا كانت المبيعات الاجلة بمقدار 96000 دينار وبتطبيق هذه النسبة على عناصر الميزانية العمومية اعلاه فان معدل دوران الذمم المدينه:-

$$\text{معدل دوران الذمم المدينه} = \frac{96000}{10000+2000} = 8 \text{ مرة}$$

$$\text{أما معدل فترة التحصيل} = \frac{360}{8} = 45 \text{ يوم}$$

إن هذا المعدل يعني عدد الأيام التي تحصل فيها الشركة على المبالغ الناجمة عن حساباتها المدينة، وهي الفترة التي تفصل بين عملية البيع وتكوين الحسابات المدينة وبين تاريخ تحصيل المبالغ من المدينين ، ولغرض تقييم مدى تحسن متوسط فترة التحصيل أي مدى التزام المدينين بالتسديد في المواعيد المحددة وقدرة المشروع على تحصيل ديونه ينبغي المقارنة مع شروط البيع عند منح الائتمان التجاري من قبل الشركة، وفي مثالنا أعلاه إذا كانت شروط البيع على أساس صافي 50 يوم فان متوسط فترة التحصيل البالغة 45 يوم تعد معدلا جيدا بالنسبة للشركة، فيما يمكن مقارنة فترة التحصيل المستخرج من هذه النسبة مع المعايير سواء أكانت من نفس المعايير للقطاع الذي تنتمي إليه الشركة أو مع نتائج السنوات السابقة للشركة نفسها أو مع الخطة التي وضعتها الإدارة المالية العليا والتي حددت فيها فترة التحصيل النموذجية، ويعطينا سرعة التحصيل مؤشرا كافيا عن درجة السيولة، ان النتائج غير الجيدة لهذا المؤشر تعني احتمال تعامل الشركة مع عملاء مدينين غير ملتزمين بالتسديد في المواعيد المحددة، أو هناك ضعف في الكادر الوظيفي المسؤول عن تحصيل

هذه الديون، ولغرض معرفة السبب الحقيقي يتطلب الأمر التعمق في التحليل من خلال مراجعة شروط منح الائتمان وعملاء الشركة وتقييم كفاءة الكادر الوظيفي المعني بعملية التحصيل، ومن المآخذ على هذه النسبة انها تاخذ الرقم الإجمالي للذمم المدينة دون الاعتبار لاختلاف فترة الذمم المدينة وحجم كل دين.

2 – متوسط فترة السداد (Avreage Payment):-

وهي النسبة التي تقيس الفترة اللازمة لتسديد المشتريات الآجلة للمشروع وكلما كانت الفترة أطول كان ذلك افضل حتى يستطيع المشروع استثمار السيولة المتاحة الاستثمار الأفضل، واذا كان متوسط المشتريات يبلغ 1400 دينار فان متوسط فترة السداد يمكن استخراجها كما يلي:-

$$\text{معدل دوران الذمم الدائنة} = \frac{\text{الذمم الدائنة}}{\text{متوسط المشتريات}}$$

$$\text{فترة السداد} = \frac{360}{\text{معدل الدوران}}$$

$$\text{معدل دوران الذمم الدائنة} = \frac{7000}{1400} = 5 \text{ مرة}$$

$$\text{فترة السداد} = \frac{360}{5} = 72 \text{ يوم}$$

3– معدل دوران البضاعة(Inventory Turnover) :-

يعد معدل دوران المخزون من المؤشرات التي تقيس كفاءة الإدارة في تحويل البضاعة إلى سيولة نقدية عن طريق بيعها وتحديد درجة سيولة المخزون ويعطينا مؤشراً على جودة أو كفاءة المخزون، لذلك فان هذا المؤشر عبارة عن معدل يبين نوعية وجودة البضاعة المخزونة ويمكن استخدام هذا المعدل لقياس كفاءة إدارتي البيع والتسويق والمخازن في الشركة.

إن ارتفاع معدل دوران المخزون يعني إن المشروع يستثمر أموال اقل في المخزون السلعي لتحقيق حجم مبيعات معينه، ولذلك تعمل الإدارة المالية على تحفيز الأقسام المعنية في المشروع لرفع معدل هذه النسبة.

ويمكن استخراج معدل دوران المخزون كما يلي :-

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{متوسط المخزون}} = \text{مرة}$$

ان سبب اعتماد كلفة البضاعة المباعة هو من اجل الاستقرار في أسس الاحتساب على اعتبار ان البضاعة تقيم بالكلفة، وفي حالة تعذر الحصول على كلفة المبيعات نستعمل المبيعات بالرغم من شمولها لقيمة للأرباح المتحققة، أما متوسط المخزون يمكن استخراجه كما يلي :_

$$\text{متوسط المخزون} = \frac{\text{مخزون أول المدة + مخزون آخر المدة}}{2}$$

وفي حالة عدم توفر رصيد أول المدة يمكن ان نكتفي برصيد البضاعة آخر المدة لغرض احتساب هذا المؤشر.

وفي مثالنا أعلاه اذا كان متوسط المخزون 20000 دينار فإن معدل دوران المخزون كما يلي :-

$$= \frac{70000}{20000} = 3.5 \text{ مرة}$$

إن هذا المؤشر يعني إن الشركة تتمكن من تدوير مخزونها وتحويله إلى مبيعات بمعدل 3.5 مرة في السنة.

ولغرض معرفة مدى كون هذا المعدل جيد من عدمه يتطلب الأمر مقارنة مع معدلات السنوات السابقة أو مع المعدل المعياري لنفس القطاع الذي تنتمي أليه الشركة، أو مع هدف الشركة المحدد في الخطة الاستراتيجية لها، ولغرض الاستفادة

من معدل دوران المخزون يتطلب الأمر معرفة فترة التخزين(اي مدة بقاء البضاعة في المخزن) والتي يمكن ان تستخرج كما يلي:-

$$\text{فترة التخزين} = \frac{\text{عدد أيام السنة}}{\text{معدل دوران المخزون}}$$

وبالنسبة إلى المشروع المذكور تكون فترة التخزين كما يلي :-

$$\text{فترة التخزين} = \frac{360}{3.5} = 102 \text{ يوم}$$

فكلما انخفضت فترة التخزين أي عدد الأيام التي تبقى فيها البضاعة في المخزن قبل أن تتحول إلى مبيعات ازدادت فترة دوران المخزون، وهذا يعني ارتفاع درجة سيولة البضاعة في المشروع أي إن درجة السيولة ايجابيه وان قسم التسويق يعمل بصورة كفؤة، ولا يتحمل المشروع كلفة تجميد مبالغ إضافية في المخزون وهو يستثمر الأموال المتاحة افضل استثمار.

إضافة إلى انه مقياس لكفاءة جهاز البيع وادارة المخزون مع الإشارة الى ان إرتفاع معدل دوران المخزون عن معدلاته قد لا يعطي نتائج جيدة خاصة في حالة فقدان المشروع لفرص البيع نتيجة لوجود عجز في المخزون من المواد الأولية والبضاعة الجاهزة للبيع .

عليه ان الارتفاع بشكل دائم لايعني بأنه مؤشر أو معيار جيد وأنماقد يعبر عن عدم كفاية رأس المال العامل مما يؤدي إلى نقص المخزوّن مقارنة بالحاجة الفعلية.

ويتغير المعدل المعياري في ضوء طبيعة المشروع والمبيعات والبضاعة التي ينتجها، ويمكن قياس معدل دوران المخزون لكل نوع من انواع المخزون بالطريقة التالية:-

$$\frac{\text{عدد الوحدات المباعة}}{\text{متوسط كمية المخزون}}$$

وهـذه الطريقـة تستعمل عنـد مـا يتكـون المخـزون مـن خليـط متنـوع مـن البضاعة(تام الصنع، تحت الصنـع، المـواد الاوليـة وقطـع الغيـار)خاصـة اذا اختلفـة وحدات قياس كل نوع من هذه الانواع من المخزون.

4- معدل دوران مجموع الأصول (Total Assets Turnover):-

تبين لنا هذه النسبة قدرة المشروع علـى استخدام المـوارد المتاحـة أي أجمـالي أصولها في تحقيق المبيعات أي قياس إنتاجية الأصول وقدرة كـل دينـار مسـتثمر في الاصول على تحقيق المبيعات لتحسين معدل دوران الاصول .

ويستخرج هذا المعدل من خلال قسمة المبيعات السنوية على إجمالي الأصول

$$\text{معدل دوران مجموع الأصول} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{أجمالي الأصول}}$$

ولغرض معرفة كفاءة هذا المؤشر يتطلـب الأمـر القيـام بمقارنـة النتـائج الـتي نحصل عليها مع نفس النسبة للسنوات السابقة أو مـع المشاريع المماثلـة، ولا يوجـد معدل معياري مستخدم لقياس هذه النسبة إنما يختلـف الأمـر مـن مشـروع إلى آخـر ومن صناعة إلى أخرى، وإذا كان المعدل المستخرج من هذه النسبة مرتفعا فإنمـا يـدل على قيام المشروع باستغلال موارده المتاحة بكفاءة أو انخفـاض معـدل الاسـتثمار في الأصول مقارنة بحجم المبيعـات المتحققـة، وفي حالـة انخفـاض المعـدل عـن المعـدل المعياري فان ذلك دليل على عدم إستغلال المشروع للأصول الاستغلال الأمثل، أي هناك زيادة بالمبالغ المستثمرة في الأصول لا يمكن الاستفادة منها، ومن العيوب المؤثرة على هذا المعدل انه لا يعبر عن حقيقة الأمر في حالة الاعتماد على الأصول القديمـة والتي استهلكت دفتريا لان ذلك يعطينا مؤشر علـى سـرعة دوران رأس المـال علـى الرغم من انخفاض الطاقة الإنتاجية وكفـاءة الآلات والأدوات القديمـة المستعملة في الإنتاج.

وإذا استخدمنا هذه النسبة بمفردها فإننا قد نحصل علـى نتـائج مظللـة وعليـة يفضل استخدام هذا المعدل مع مؤشرات أخرى تعدل هذا النقص ويمكن اسـتخراج هذه النسبة للشركة اعلاه كما يلي:-

$$\text{معدل دوران مجموع الأصول} = \frac{100000}{150000} = 0.66 \text{ مره}$$

وان هذا المؤشر يساعد الادارة على اتخاذ القرار المناسب بصدد مايلي:-

أ- تقليص حجم الاستثمار في الاصول وهنا قد نقوم بدراسة الاصـول المتداولـة او الاصول الثابتة ونتخلص من الاستثمارات الزائدة مع البقـاء علـى نفـس حجـم المبيعات فان ذلك يزيد من معدل دوران الاصول وتـزداد ربحيـة المشـروع، وهنـا يجب ان يلاحظ المحلل المالي امكانية قيـام الادارة تخفيـض الاسـتثمار في المخـزون والذمم المدينة في نهاية العام بهدف زيادة معدل دوران الاصول.

ب- زيادة المبيعات اذ نستطيع من خلال استخدام اسلوب تخفيض الاسعار أن نزيـد من حجم المبيعات ولكن علينا ان نتوقع ان ذلك يؤدي الى تخفيض هامش الربـح فكما ان هذه السياسة تعتمد على كون الطلب مرن علـى السـلعة فعنـد تخفيـض السعر يزداد الطلب وتكون الزيادة في الطلب اكبر من الانخفاض في نسبة هـامش الربح، اما اذا كان الطلب عديـم المرونـة فـان ذلـك لايسـاعد علـى زيـادةحجم المبيعات وبالتالي فان السعر لايؤثر على حجم المبيعات.

ج- دراسة اثرالتضخم واختلاف اعمار الاصول:- ان التسـجيل المحاسـبي للاصـول يتم وفق معيار الكلفة التاريخية وان تطبيقه خلال ظروف التضخم سـيرتب عليـه تسجيل نفس الاصول بقيم مختلفة في الدفـاترإذا اختلفت تواريـخ حيازتـها مـن الشركة، ان هذا الاختلاف في قيم الاصول المتشـابهه يـؤدي الى تشـويه كـل مـن معدل دوران الاصول ومعدل العائد على الاصول.

مثال:-

فيما يلي بيانات محاسبية عن شركتين بنفس العمر الانتاجي ولكـن تختلـف في تاريخ حيازة المعدات:-

	A	B
معدات	200000	260000
المبيعات	130000	130000
صافي الدخل	26000	26000
معدل العائد على الاصول	13٪	10٪

ان الشركة A اكثر ربحية من B على الرغم من تشابه المعدات وقيمة المبيعات لكل منهم .

ان هذا التشويه يمكن تعديله نسبيا من خلال اعادة حساب قيم الاصول حسب التغير في الارقام القياسية لاسعار الاصول/ معدل قيم الاصول للشركةA باسعار سنة 2000 (على فرض ان اسعار سنة 1995 هي الاساس وان الرقم القياسي لاسعار سنة 2000 تساوي 130)

$$200000 \times \frac{130}{100} = 260000$$ دينار

5- معدل الفاصل الزمني الدفاعي الأساسي(Defensive Interval Ratio):-

إن هذا المؤشر يبين لنا فترة استقلالية المشروع أي المدة التي يستطيع من خلالها المشروع استعمال أصوله المتداولة في تسديد التزاماته التشغيلية الجارية دون الحاجة إلى أية إيرادات مهما كان مصدرها، ويعتبر هذا المؤشر مقياسا للسيولة لانه يبين قدرة المشروع على تسديد التزاماته وفترة المقاومة (القدرة على الوفاء بالالتزامات) دون الحاجة إلى الإيرادات سواء أكانت من المبيعات أو من أي مصدر إيراد أخر يحصل عليها المشروع.

إن هذا المعدل يبين لنا درجة اعتماد المشروع على الموجودات السائلة لتسديد التزاماته ولذلك سمي بمعدل المدة الدفاعية والذي يمكن احتسابه كما يلي :-

$$\text{معدل الفاصل الزمني الدفاعي الأساسي} = \frac{\text{إجمالي الموجودات السائلة}}{\text{المصروفات التشغيلية النقدية}} = \text{مرة}$$

ويقصد بالموجودات السائلة (الصندوق+ ألاوراق المالية القابلة للتداول +المدينون+ اوراق القبض) وسميت بالدفاعية لسهولة تحويلها الى نقد وتساعد في دفاع المشروع وتسديد احتياجاته اليومية النقدية دون الحاجة إلى اي مصدر اخر للتمويل.

أما مصاريف التشغيل فهي(مصاريف البيع والتسويق + المصاريف الإدارية والعمومية) ولا تدخل ضمنها مصاريف الاستهلاك أو أية مصاريف غير نقدية، ويفترض هذا المعيار امكانية المشروع في تحصيل الذمم المدينة بدون تخلف المدينون عن تسديد التزاماته.

وفي مثالنا أعلاه يمكن استخراج معدل الفاصل الزمني الدفاعي الأساسي كما يلي :-

$$\frac{25000}{5000} = 5$$ مرة

إن هذا المؤشر يعني إن مدة استقلالية الشركة جيده لأنها تستطيع أن تغطي مصروفاتها اليومية بمعدل 5 مرة، وفي الوقت نفسه يعتبر مقياس جيدا للسيولة .

6- معدل دوران رأس المال العاملWorking Capital Turnover :-

وهو المعدل الذي يبين العلاقة بين صافي المبيعات ورأس المال العامل ويستخرج كما يلي:-

$$\text{معدل دوران رأس المال العامل} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط رأس المال العامل}} = \text{مرة}$$

وهو مؤشر لقياس كفاءة الادارة في استخدام عناصر رأس المال العامل الاستخدام الامثل في توليد المبيعات وكلما ارتفع مؤشر هذه النسبة تدل على ارتفاع كفاءة الادارة مع مرعاة استخدام نسبة معيارية للمقارنة. وفي مثالنا أعلاه يمكن استخراج نسبة معدل دوران رأس المال العامل كما يلي:

$$= \frac{100000}{48000} = 2.08 \text{ مرة}.$$

المجموعة الثالثة:- نسب المديونيــــة (Debt Ratios):-

وهي تلك النسب التي تقيس درجة مديونية المشروع وتستطيع من خلالها الجهات المستفيدة (المقرضين والمالكين) معرفة مصير مديونيتها وقدرة المشروع على تسديد الالتزامات المالية التي يتحملها تجاه الغير، وكذلك تبين هذه النسبة مدى مساهمة الأموال من مصادر خارج المشروع في تمويل إستثمارات المشروع وتوضح لنا العلاقة بين رأسمال المشروع والالتزامات المترتبة عليه وتعرض في النهاية درجة الخطر المالي.

وبذلك فان نسب التحليل المالي التي تقيس المديونية تبين للدائنين درجة الأمان التي تتمتع بها مديونيتهم وقدرة المشروع على الوفاء بهذه الديون ويمكن قياس نسب المديونية من المؤشرات التالية :-

الاصول الثابتة		الالتزامات وحقوق الملكية	
		الديون طويلة الاجل	
الاراضي	20000	السندات	22000
المباني	60000	القروض المصرفية طويلة الاجل	10000
الآلات	22000	**حقوق الملكية**	
		رأس المال المدفوع	40000
		الارباح المحتجزة	8000
اجمالي الاصول الثابتة	102000	اجمالي حقوق الملكية	48000
اجمالي الاصول	150000	اجمالي الخصوم وحقوق الملكية	150000

1- نسبة القدرة الإجمالية على الوفاء:

تقيس هذه النسبة مقدار الأموال التي يلتزم بها المشروع تجاه الدائنين، وعلاقة هذه الالتزامات بالأموال التي يقدمها المالكون ويكون ذلك من خلال استخدام النسبة:-

$$\text{القدرة الإجمالية على الوفاء} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حق الملكية}}$$

ونعني بإجمالي الديون (Total Debt) (الخصوم المتداولة + القروض متوسطة وطويلة الأجل)، أما حق الملكية(Equity) فيشمل (رأس المال المدفوع + الاحتياطات الرأسمالية والإدارية +الأرباح المحتجزة +علاوة الإصدار + المخصصات) ويتم استبعاد العناصر التالية من حق الملكية وهي عناصر الأصول غير الملموسة (شهرة المحل، وبراءة الاختراع والعلامات التجارية والأصول الاسمية والوهمية الأخرى).

وتقيس لنا هذه النسبة قدرة ومتانة المشروع على الوفاء بالتزاماته بعد مقارنة نتيجة النسبة مع المشاريع المماثلة، وتكون هذه النسبة للمشاريع التي تحقق تدفقات نقدية مستقرة افضل من المشاريع التي لا تستطيع تنظيم تدفقاتها النقدية، ويفضل الدائنون والمستثمرون عادة أن يتمتع المشروع المدين بقيمة معتدلة من هذه النسبة لان انخفاضها يؤدي إلى ارتفاع درجة الأمان للدائنين ضد خطر الخسارة في حالة تاخر المشروع عن التسديد واللجوء إلى تصفية المشروع وبالنسبة إلى المستثمرين ان التعثر في تسديد الأقساط والفوائد يؤدي إلى الإفلاس، وهناك معايير في بعض القطاعات لهذه النسبة، فمثلا الدائنون للشركات الصناعية يفضلون النسب التي تقل عن 50٪ .

وبالتعويض في الميزانية العمومية السابقة فان

$$\text{القدرة الإجمالية على الوفاء} = \frac{32000+22000}{48000} = 112\%$$

وتعد هذه النسبة غير جيده لان ديون الشركة اكبر من حقوق الملكية اي انـها غير قادرة على تسديد التزاماتها من اموال الملكية.

2 – نسبة إجمالي الديون طويلة الأجل إلى رأس المال الدائم :

تقيس هذه النسبة مقدار مساهمة الديون طويلة الأجل في تمويل الاستثمارات طويلة الأجل للمشروع، ويمكن قياسها بقسمة إجمالي الديون طويلة الأجل إلى رأس المال الدائم، والديون طويلة الأجل تشمل القروض المصرفية طويلة الأجل والسندات، أما رأس المال الدائم فهو عبارة عن (حق الملكية + القروض طويلة الأجل) ويمكن استخراج هذه النسبة كما يلي :-

نسبة الديون طويلة الأجل إلى رأس المال الدائم = إجمالي الديون طويلة الأجل ÷ رأس المال الدائم

$$= \frac{32000}{48000+32000} = 0.40$$ أو 40٪

ونستطيع القول إن هذه النسبة من الناحية المبدئية تعد مؤشر جيد على اعتبار إن الشركة تعتمد على الديون طويلة الأجل بنسبة 40٪ من رأسمالها الدائم .

3 – نسبة الخصوم المتداول إلى حق الملكية :-

تقيس هذه النسبة مدى كفاءة المشروع في تسديد الالتزامات الجارية بالاعتماد على اموال المساهمين، وبالتالي تبين لنا العلاقة بين حجم الأموال المقدمة من المالكين مقارنة بالأموال التي يحصل عليها المشروع من الالتزامات قصيرة الأجل، وإن انخفاض هذه النسبة يعني ان مقدار الأموال التي يساهم بها أصحاب المشروع كافية وقادرة على الوفاء بالالتزامات الجارية .

وحق الملكية يعد مصدر طويل الأجل لتمويل المشروع وبالتالي ان ارتفاع نسبة مساهمة المالكين في تمويل أنشطة المشروع سوف يجعل المشروع يخفض من استخدام القروض قصيرة الأجل لتمويل الأنشطة المختلفة وتقاس هذه النسبة من خلال قسمة الخصوم المتداولة على حق الملكية كما يلي:-

نسبة الخصوم المتداولة إلى حق الملكية= الخصوم المتداول ÷ حق الملكية

$$= \frac{48000}{48000} = 100٪$$

من الناحية المبدئية فان هذه النسبة غير جيدة لارتفاع الالتزامات قصيرة الأجل مقارنة بحقوق الملكية وحتى نستطيع تقييم هذه النسبة لا بد ان نحصل على معدلات معيارية للشركات المماثلة او المقارنة مع نفس النسبة لسنوات سابقة.

4- نسبة المديونية (Debt Ratios):-

وهي تلك النسبة التي تقيس إجمالي الديون والالتزامات المترتبة على المشروع مقارنا بإجمالي الأصول(Total Debt To Total Assets)، وتبين لنا هذه النسبة مصادر التمويل الخارجية الممولة بالاقتراض (السندات + القروض المصرفية طويلة الاجل) الى إجمالي اصول الشركة.

وتعد هذه النسبة مؤشر مهم لانها تحدد هامش الأمان للمقرضين فهي تبين نسبة اعتماد المشروع على أموال الغير في تمويل أصوله .

وتستخرج نسبة المديونية كما يلي :-

نسبة المديونية = إجمالي الديون ÷ إجمالي الأصول

$$= \frac{54000}{150000} = 36٪$$

ويترتب على ارتفاع النسبة ارتفاع درجة الخطر التي يتعرض لها المقرضون لذلك يفضلون انخفاض هذا المؤشر لرفع هامش الأمان وبالنسبة للشركة المذكورة فان نسبة الديون معتدلة مقارنة باجمالي الاصول.

5- نسبة الأصول المتداول إلى الاقتراض :-

إن هذه النسبة تبين لنا العلاقة بين الأصول المتداول وبين إجمالي المطلوبات على المشروع، وتبرز أهمية هذه النسبة من كونها توضح لنا مدى إمكانية استخدام الأصول السائلة في تسديد الالتزامات المالية المترتبةعلى المشروع، وان ارتفاع هذه النسبة يعني وجود أصول متداولة كافية لتغطية خدمة الدين وهذا يعني متانة المركز المالي للمشروع، إذا أخذنا بعين الاعتبار الفشل المحتمل للمشروع في تسديد الالتزامات تجاه الدائنين والإتجاه نحو الحصول على أموالهم بالإستفادة من قرار التصفية وبيع أصول المشروع، فأن ارتفاع هذه النسبة يساعد على تقليل درجة الخطر ويرفع من قيمة المركز المالي للمشروع.

ونستطيع استخراج هذه النسبة كمايلي:-

$$\text{نسبة الأصول المتداولة إلى الاقتراض} = \frac{\text{الأصول المتداول}}{\text{إجمالي المطلوبات أو القروض}}$$

وبالتطبيق في الميزانية العمومية السابقة فان نسبة الأصول المتداول إلى الاقتراض

$= \frac{48000}{54000} = 0.80$ أو 80٪ ويعد هذا المؤشر جيد بالنسبة للشركة المذكورة.

المجموعة الرابعة:- نسب التغطية (Coverage Ratios)

تهدف هذه النسبة إلى إيجاد العلاقة المالية بين التزامات المشروع وقدرته على تسديد الأعباء المالية الثابتة كالأقساط والفوائد، وتبين درجة الخطر المالي الذي يمكن ان يواجه المشروع ويهتم بهذه النسبة المقرضين والمالكين على حد سواء.

ويمكن استخدام المؤشرات التالية لقياس هذه النسب:-

1- معدل تغطية الفوائد (Time Interest Earned Ratio) :-

يمكن احتساب هذا المعدل بقسمة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على الفوائد السنوية الخاصة بها.

$$\text{معدل تغطية الفوائد} = \frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{مبلغ الفوائد المستحقة الدفع}}$$

وتقيس لنا المدى الذي يستطيع به المشروع استخدام إيراداته المتحققة لمواجهة كلفة الفوائد المستحقة خلال العام، ان ارتفاع هذا المؤشر يعني قدرة المشروع على دفع الفوائد للمزيد من الديون، لان هذا الارتفاع يرفع درجة الثقة لدى المقرضين، وتخدم هذه النسبة عادة الدائنين بالأجل الطويل سواء أكانوا مقرضين مباشرين أو من حملة السندات، فان هذا المؤشر يمنحه الأمان في الحصول على الفوائد من المشروع دون مشاكل، ويعاب على هذا المؤشر انه يحتسب إمكانية تسديد الفائدة دون الإشارة إلى الالتزامات الأخرى كالالتزام تجاه حملة الأسهم الممتازة وأقساط الدين وأقساط الإيجار الخاص بالتأجير التمويل، كما يمكن إضافة قيمة الاستهلاكات إلى بسط النسبة على اعتبار ان مبالغها لا تخضع للتدفقات خارج المشروع، وبالتطبيق على البيانات الواردة أعلاه تكون النسبة كالآتي :-

$\text{معدل تغطية الفوائد} = \frac{25000}{5000} = 5$ مرة

ولغرض تحديد مدى كونها نسبة جيدة ام لا يتطلب الحصول على معدل معياري.

2- معدل خدمة الدين طويل الأجل (Long Term Solvency) :-

تهدف هذه النسبة إلى معرفة إمكانية المشروع في الإيفاء بالتزاماته تجاه خدمة القروض طويلة الأجل، ويمكن احتساب هذه النسبة كما يلي:-

$$\text{معدل خدمة الديون طويلة الأجل} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة + الاستهلاك + مخصص إطفاء الديون}}{\text{خدمة القروض طويلة الأجل}}$$

وان القصد بالالتزامات الجارية الأقساط والفوائد المستحقة على الشركة من الاقتراض طويل الأجل، وتقيس هذه النسبة قدرة المشروع على خدمة الديون مستقبلا، وعند تطبيق هذا المؤشر على ميزانية الشركة المذكورة .

إذا علمت أن مخصص إطفاء الدين 4000 دينار وقسط الاستهلاك السنوي 6000 دينار، وأقسام الدين 10000 فإن النسبة تحسب كما يلي:

$$\text{معدل خدمة الدين طويل الأجل} = \frac{4000+5000+10000}{10000} = 2 \text{ مرة.}$$

ويتطلب استخدام مؤشرات معيارية لمعرفة مدى كون هذه النسبة جيدة أم لا.

3- نسبة التغطية الشاملة (Coverage Ratio):-

تقيس هذه النسبة إمكانية المشروع على تسديد جميع الالتزامات السنوية الناجمة عن عمليات الاقتراض أو التأجير أو دفع مستحقات حملة الأسهم الممتازة أو فوائد السندات، وتعد مقياس شامل يبين القدرة على الوفاء بالتزاماته التعاقدية الناجمة عن التمويل من خارج المشروع، وتحسب النسبة كما يلي :-

$$\text{نسبة التغطية الشاملة} = \frac{\text{التدفق النقدي المتولد من العمليات}}{\text{إجمالي الالتزامات الناجمة عن التمويل الخارجي}}$$

ونقصد بالتدفق النقدي الناجم من العمليات هو صافي الربح + الضريبة + الفوائد + الاستهلاك + أقساط التأجير التمويلي.

أما الالتزامات فيمكن احتسابها كما يلي:-

$$\text{الفائدة + أقساط التأجير التمويلي + أرباح الأسهم الممتازة} + \frac{\text{أقساط الديون}}{\text{1- نسبة الضريبة}}$$

المجموعة الخامسة- نسبة الربحية (Profit Ability Ratios) :-

وهي تلك النسب التي تقيس نتيجة أعمال المشروع وكفاءة السياسات والقرارات الاستثمارية المتخذة من الإدارة العليا وقدرتها على تحقيق الربح، وتهتم بهذه النسب الادارة لكي تحكم على مدى نجاحها في تطبيق السياسات المخطط لها وكفائتها في استخدام الموارد المتاحة، ويهتم بها أيضا المستثمرون الحاليون لمعرفة مستوى العائد المتحقق على اموالهم المستثمرة في المشروع، والمقرضون لكي يطمئنوا على قدرة المشروع في تسديد الالتزامات وخدمة الديون من اقساط وفوائد القروض في وقتها، والقدرة الايرادية باعتبارها عامل مهم للمقرضين لضمان تحصيل الديون وخاصة في الاجل الطويل، وهناك العديد من المؤشرات التي نقيس من خلالها ربحية المشروع وهي ما يلي:-

1- قائمة الدخل الموزونة بالنسب (mmonSize Income Statement)

2- صافي الدخل. Note Income

3- نسب الربحية إلى المبيعات.

4- نسب الربحية إلى حجم الاستثمارات.

1- قائمة الدخل الموزونة بالنسب (mmonSize Income Statement)

البند	المبلغ	النسبة
المبيعات	100000	٪100
كلفة البضاعة المباعة	70000	٪70
اجمالي الربح	30000	٪30
مصاريف التشغيل	5000	٪5
الربح قبل الفوائد والضرائب	25000	٪25
الفوائد	5000	٪5
الربح الخاضع للضريبة	20000	٪20
الضريبة	10000	٪10
صافي الربح	10000	٪10

ومن تحليل قائمة الدخل يتبين لنا بان كلفة البضاعة المباعة تشكل نسبة 70٪ من قيمة المبيعات، وان صافي الربح يشكل نسبة 10 ٪ من المبيعات اي ان كل دينار مبيعات يربح 100 فلسا وهكذا بالنسبة لعناصر قائمة الدخل الاخرى.

2- صافي الدخل (net income)

ونستخدم هذا الحساب لمعرفة فعالية وكفاءة الادارة ويشوب استخدام هذا الحساب بعض الماخذ ومنها:

أ- انه لاياخذ بنظر الاعتبار حجم المشروع اذ ان اعتماد صافي الدخل وحده في التقييم يعطينا مؤشر غير صحيح فلو كان لدينا البيانات التالية عن المشروع:-

	أ	ب
المبيعات	200000	60000
صافي الدخل	10000	6000

فاذا اعتمدنا على صافي الدخل كمؤشر وحيد فان المشروع أ يعد اكثر ربحية، واذا اخذنا حجم المشروعين سيختلف نتيجة التحليل وذلك من خلال قسمت صافي الدخل / المبيعات، وعندها يكون المشروع ب اكثر كفاءة لان نسبة الربحية 10٪، بينما لاتزيد نسبة الارباح من المبيعات للمشروع أعلى 5٪.

ب- انه لاياخذ بنظر الاعتبار قدرة المشروع على استغلال الموارد المتاحة، فاذا لدينا البيانات التالية عن مشروعين أ، ب

	أ	ب
الارباح السنوية	14000	10000
اجمالي الاصول.	200000	100000

ويلاحظ من البيانات اعلاه ان ارقام صافي الدخل تدل على ان ربحية المشروع (أ) هو الافضل، ولكن عند اخذ اجمالي الاموال التي ولدت الربح نجد ان المشروع (ب) هو الافضل.

ج- قد تستجد ايرادات ناجمة عن عناصر غير متكررة فلذلك يجب ان ناخذها بعين الاعتبار.

د- ان بعض العناصر المكونة لصافي الدخل تعتمد على المعايير والطرق المحاسبية في تقدير قيمتها، مثل طرق احتساب الاستهلاك كالقسط الثابت، القسط المتناقص.

هـ- يختلف استخدام هذه المؤشرات حسب طبيعة المشروع والطرق والأساليب المحاسبية المتبعة في استخراج نتيجة أعمال المشروع والظروف المحيطة والهدف من تحليل نسب الربحية.

وفي ضوء طبيعة واهمية عنصر الربح في المشروع نستطيع تحديد نسب الربحية بنوعين:-

3- النسب التي تقيس ربحية المشروع استنادا إلى مبيعات المشروع .

4- النسبة التي تقيس ربحية المشروع استنادا إلى حجم الاستثمارات في المشروع.

3- النسب التي تقيس ربحية المشروع على أساس المبيعات وتقسم إلى ما يلي:-

أ- مجمل الربح إلى المبيعات(Gross Margin Margin) :- تقيس لنا هذه النسبة كفاءة الإدارة وادائها في التعامل مع مكونات كلفة المبيعات وسعر بيعها، ويمكن قياسها بقسمة مجمل ربح العمليات إلى المبيعات، وتعكس هذه النسبة العلاقة بين كلفة البضاعة المباعة وسعر البيع، ان أسباب الارتفاع والانخفاض في هذه النسبة يعود إلى التغير في السعر أو الكلفة أو حجم المبيعات، ولمعرفة مدى كون هذه النسبة مرتفعه أم منخفضة يتم مقارنتها مع نفس النسبة للمشروع ولكن للسنوات السابقة أو مع نفس النسبة للشركات المماثلة وتستخرج هذه النسبة كما يلي:-

$$\text{نسبة مجمل الربح الى المبيعات} = \frac{\text{مجمل الربح}}{\text{المبيعات}}$$

ونقصد بمجمل ربح العمليات (المبيعات - كلفة البضاعة المباعة)، ولذلك فان هذه النسبة تبين لنا الأرباح التي يحققها المشروع من المبيعات بعد استبعاد كلفة

البضاعة المباعة، ويعطينا مؤشر على كفاءة ومدى نجاح سياسات التسعيرة للمشروع وتطور حجم المبيعات، وتستخرج هذه النسبة للشركة أعلاه كمايلي:-

نسبة مجمل الربح إلى المبيعات = $\frac{30000}{100000}$ = 30٪

ب - هامش الربح الصافي (نسبة صافي الربح إلى المبيعات) :-

تهتم هذه النسبة بمعرفة نتيجة أعمال المشروع بعد الضرائب، وبذلك فهي تهتم بكافة عناصر التكاليف والمصروفات المنفقة بضمنها الإيرادات أو الخسائر المتحققة خارج النشاط الأساسي للمشروع، فهي تحسب صافي الربح المتحقق بعد طرح (المبيعات+إيرادات النشاط العرضي) من(كلفة البضاعة المباعة + المصاريف التشغيلية + الفوائد+ الخسائر الناجمة عن أنشطة المشروع غير الأساسية+الضرائب).

وتعد هذه النسبة اكثر المقاييس شمولية للربحية ويمكن قياس هذه النسبة من خلال قسمة صافي الربح إلى المبيعات ويمكن احتسابها كما يلي:-

نسبة هامش الربح = صافي الربح / المبيعات

وبالتطبيق على الشركة أعلاه

هامش الربح= $\frac{10000}{100000}$ = 10 ٪

وتعطينا هذه النسبة مؤشر على إمكانية تحديد سعر الوحدة قبل أن تتحمل الشركة أية خسائر، أي إلى أي مدى يمكن أن يقوم المشروع بتخفيض سعر بيع الوحدة قبل أن يتحمل خسائر شاملة، ولغرض معرفة مدى كون هذه النسبة جيده أم لا، يتم مقارنتها مع نفس النسبة بالسنوات السابقة وكذلك مع الشركات المماثلة.

ج- نسبة الربح التشغيلي (Operting Profit Margin) (OPM):-

وتقيس لنا هذه النسبة امكانية المشروع في تحقيق الارباح من الانشطة التشغيلية دون احتساب كلفة التمويل او الاستقطاعات الضريبية، ونتيجتها تعني مقدار الربح التشغيلي من كل دينار مبيعات.

نسبة الربح التشغيلي إلى المبيعات= الربح قبل الفوائد والضرائب / المبيعات

نسبة الربح التشغيلي إلى المبيعات= $\frac{25000}{100000}$ = 25٪

4- النسب التي تقيس ربحية المشروع استناد إلى حجم الاستثمارات:-

وتقيس لنا هذه المجموعة مدى فاعلية استخدام الموارد المالية اي الاستثمارات في تحقيق الداخل للمشروع وهي كمايلي:-

أ - معدل العائد إلى مجموع الأصول(Return On Asset Ratio) :

تقيس هذه النسبة ربحية المشروع إلى أجمالي الاستثمارات في المشروع التي وضعت على شكل أصول، وتقيس قدرة الادارة على تحقيق العائد على الاموال المتاحة للمشروع مهما كان مصدرها، ويكون ذلك من خلال قسمة صافي الربح قبل دفع الفوائد على إجمالي الأموال المستثمرة، فتهدف هذه النسبة إلى بيان العلاقة بين الأرباح التي يحققها المشروع وبين الأموال المستثمرة فيه سواء أكانت هذه الأموال مقترضه أو مملوكة بشكل دائم أو مؤقت، وحتى نستخرج هذه النسبة يتطلب الأمر تعديل صافي الربح بمقدار الفوائد التي يدفعها المشروع عن الأموال المقترضة، لاستبعاد اثر الانشطة التمويلية، ولغرض احتساب هذه النسبة بدقة يمكن استخدام متوسط الأصول بدلا من قيمة الأصل في نهاية المدة إذ ان الرقم في النهاية قد لا يعبر عن واقع حال الأصول التي ساهمت في تحقيق الربح طوال العام، ويمكن اعتماد هذا المؤشر للمقارنة بين كلفة الاقتراض والعائد على الاستثمار لغرض اتخاذ قرارات تحديد مصادر الأموال للمشروع، كما إنها تعكس

كفاءة القرارات التشغيلية، ويتم احتساب هذه النسبة بقسمة صافي الربح قبل دفع الفائدة على إجمالي الأصول وكما يلي:-

$$\text{نسبة العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الربح + الفوائد}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وبالتطبيق على القوائم المالية السابقة فان هذه النسبة= $\frac{5000+10000}{150000}$ = 10 ٪

مع العلم أن مؤشر معدل العائد على الأصول يتأثر باختلاف طرق الاستهلاك إذ ان اختلاف طرق الاستهلاك يؤدي الى نتائج مظلله، فعند مناقشة نتائج شركتان تستخدمان نفس اسلوب الاستهلاك تكون المقارنة منطقية، ولكن عند اختلاف طرق الاستهلاك فان النتائج لكل منهما ستختلف حتما بسبب اختلاف الطرق اولا والتي بدورها ستؤثر على صافي قيمة الأصول المعروضة في قائمة المركز المالي لكل منهما.

ب- نسبة صافي الربح إلى حق الملكية :-

تبين لنا هذه النسبة معدل العائد الذي يحققه المشروع إلى رأس المال المملوك أي إلى حقوق الملكية، وتستخدم هذه النسبة على نطاق واسع لمعرفة العائد من الأموال المستثمرة من مالكي المشروع، وتحسب بقسمة صافي الربح القابل للتوزيع على حقوق المالكين (رأس المال المدفوع + الاحتياطيات + الأرباح المجمعة+المخصصات)، ويمكن استخراج هذه النسبة كما يلي :-

$$\text{صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح القابل للتوزيع}}{\text{حق الملكية}}$$

صافي الربح = $\frac{10000}{48000}$ = 20٪

وتعطينا هذه النسبة مؤشر على مقدار العائد الذي يحققه المشروع من أموال المالكين، أي على رأس المال المدفوع من قبل مالكي المشروع، ومدى نجاح الإدارة في

زيادة أرباح مالكي المشروع من خلال الاستخدام الامثل لاموالهم والاموال المقترضة.

جـ-القدرة الإجمالية للمشروع (Du Pont Model)معادلة دو بونت :-

لمعالجة النقص في المؤشر السابق يتم استخراج نسبة القدرة على تحقيق الأرباح للمشروع، والتي تستخرج من خلال ضرب معدل دوران مجموع الأصول في الربح قبل الضريبة إلى المبيعات

$$\text{نسبة القدرة على تحقيق الربح بالنسبة للموجودات} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{مجموع الأصول}} \times \frac{\text{الربح قبل الضريبة}}{\text{المبيعات}}$$

وقد جاء هذا المؤشر لمعالجة النقص فيما لو تم استخدام معدل هامش الربح إلى المبيعات أو نسبة دوران مجموع الأصول كل على حدة ذلك، لان معدل هامش الربح لا يأخذ بنظر الاعتبار استعمال الموجودات، وتظهر أهمية هذه النسبة من خلال بيان تاثير العناصر المؤثرة على القدرة الايرادية التي تمزج بين هامش الربح ومعدل الدوران، ولاستخراج هذا المؤشر للشركة المذكورة نضرب هامش الربح × معدل دوران الاصول وكما يلي:-

القدرة على تحقيق الربح = 6.6٪×1.5 =9.9٪

وهذا يعني ان الشركة حققت ربحا قدره 6.6٪ وان معدل دوران موجوداتها 1.5 مرة خلال السنة، وإنها نتيجة لذلك حققت عائد قدره 9.9٪ على أجمالي موجوداتها الممولة من أصحاب المشروع والدائنون.

المجموعة السادسة: نسب السوق Market Ratios

1- ربحية السهم الواحد Earning Per Share

اذا فرضنا ان عدد الاسهم العادية للشركة المذكورة 25000 سهم فان ربحية السهم الواحد تساوي

$$\text{ربحية السهم الواحد} = \frac{\text{صافي الربح القابل للتوزيع}}{\text{عدد الأسهم العادية المكتتب بها}}$$

ربحية السهم الواحد= $\frac{100000}{25000}$ = 4 دينار

كل سهم عادي مكتتب به يحقق ربح صافي قدره 4 دينار ويتطلب الامر معرفة مقدار العائد في السوق المالي او عوائد اسهم الشركات الاخرى وخاصة المماثلة لقياس جدوى الاستثمار في هذا السهم او قيمة الشركة في السوق.

2- نسبة السعر الى ربحية السهم الواحد Price TO Earning Ratio

$$\text{نسبة السعر الى ربحية السهم الواحد} = \frac{\text{سعر السهم في السوق}}{\text{ربحية السهم الواحد}}$$

فإذا فرضنا أن سعر السهم في السوق 8 دينار فإن النسبة تكو = $\frac{8}{4}$ = 2 مرة

تبين لنا هذه النسبة مدى ارتفاع سعر السهم اي عدد مرات سعر السهم مقارنة بالارباح التي يحققها وكلما كان سعر السهم اقل كلما كانت النسبة جيدة لان مقدار العائد يزداد مقارنة بالمبلغ الميستثمر في السهم.

3- نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية Market TO Book Value Raio

$$\text{نسبة القيم السوقية الى القيمة الدفترية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$$

وإذا فرضنا أن القيمة الدفترية للسهم في سجلات الشركة تبلغ 6 دينار فإن نسبته تكون = $\frac{8}{7}$ = 1.1 مرة.

وتبين لنا هذه النسبة قيمة الاستثمار في الاسهم مقارنة بالقيمة الدفترية لها وتعطينا درجة الخطر الذي تتعرض له الاستثمارات في الاسهم اذا كان الهدف من الاستثمار طويل الأجل.

ومعنى ذلك فإنه في حالة تصفية المشروع فما هي قدرة الأصول على تسديد قيمة رأس المال المستثمر في الأسهم.

عاشرا:- القصور في القوائم المالية

ابتداء لابد من القول بانه لا يمكن استخدام نسبة واحدة للحكم على اداء المشروع بل يجب استخدام مجموعة من النسب للحكم عليه، كما يجب اختيار معايير مناسبة لمقارنتها مع نتائج التحليل المالي، وان تكون القوائم التي يتم استخدامها معتمدة من قبل مدقق حسابات قانوني وعلى الرغم من اعتماد هذه الخطوات الا ان القصور يبقى يحيط بعناصر القوائم المالية المستخدمة وياتي القصور للاسباب التالية:-

اولا: إن طبيعة القوائم المالية تاريخية تعكس الأداء الماضي للشركة في حين إن محور وهدف تحليل النسب المالية هو خدمة المستثمرين أو الدائنين أو الإدارة العليا الذين تكون قراراتهم مستقبلية، والمفروض أن تعتمد الجهات المذكورة على بيانات تتعلق بمعرفة الأداء المستقبلي للمشروع.

ثانيا: إن الأرقام والعناصر التي تحتويها القوائم المالية هي بالأساس معايير محاسبية أو طرق أو أساليب تحكيمه يغلب عنصر التقدير الشخصي على بنودها، وتؤثر هذه المعايير على النتيجة والربح الصافي، فبسبب اختلاف طرق تقييم المخزون وعند إعتماد طريقة الوارد أولا صادر أولا(FIFO) في تقييم المخزون فإن هذه الطريقة تؤثر على تحديد قيمة البضاعة في المخزن وعلى تقييم الموجودات والمركز المالي

ونتائج إعمال المشروع مقارنة بتطبيق طريقة الوارد أولا صادر اخيرا(LIFO) ولنفرض هناك ثلاث شركات A,B,C في قطاع متشابه في جميع انشطتها ومصادر تمويلها وحجم مخزونها وتتبع كل واحدة طريقة مختلفة في تقييم مخزونها السلعي، فالجدول المقارن ادناه يبين تاثير استخدام الطرق المختلفة في التاثير على نتائج التحليل المالي للمخزون بكميات وأنواع واحدة.

الشركة	الطريقة	قيمة المخزون	كلفة البضاعة المباعة	معدل دوران المخزون
A	LIFO	100	1100	11
B	FIFO	250	950	3.8
C	AV	200	1000	5

ان ذلك يعني عدم امكانية الاعتماد على النسب المالية دون الاخذ بنظر الاعتبار الافصاح عن طرق احتساب المخزون لان النتائج تكون متحيزة، وكذلك الحال بالنسبة لطرق احتساب استهلاك الاصول وطريقة تقدير مخصص الديون المشكوك فيها.

ثالثا: إن الفروض الأساسية التي تعد على أساسها القوائم المالية مثل فرضية ثبات قيمة النقد أو التكلفة التاريخية، تؤثر تأثيرا كبيرا على الأرقام المعروضة في هذه القوائم لأنها لاتعبر عن القيمة الحالية لهذه البنود وبالتالي تؤثر عوامل التضخم مثلا على مكونات القوائم المالية مما ينعكس على نسب التحليل المالي ونتائجه.

رابعا: لا تظهر بعض الأصول ضمن عناصر المركز المالي كتقييم الكادر البشري، كما ان هذه القوائم لاتعكس الصورة الحقيقية لجميع أحداث المشروع مثل شراء أصل وبيعه قبل إعداد المركز المالي او اقتراض وسداد المبلغ قبل اعداد المركز المالي .

خامسا: ان النسب المالية تعبر عن يوم اقفال الحسابات الختامية للمشروع وهي لاتعكس التغيرات التي تحصل خلال السنة، كما انها تعرض البيانات بشكل اجمالي وتختلف مكونات عناصرها حسب نوعيتها وتاريخ استحقاقها.

الحادي عشر: (قائمة مصادر واستخدامات الأموال)

(Sources and Uses of Funds Statement)

تبين لنا هذه القائمة مصادر الاموال التي يحصل عليها المشروع خلال فترة زمنية محددة واستخدامات هذه الاموال خلال نفس الفترة وتؤدي التدفقات المالية للمشروع دورا فاعلا في تحديد امكانية المشروع على مواجهة التزاماته.

ان وجود قائمة تبرز التغيرات التي تطرا على مصادر الاموال وطرق استخدامها بين فترة زمنية وأخرى أمر مهم للمشروع ولذلك عند إعداد قائمة الأموال لسنة معينة يتطلب الامر الحصول على ميزانية سنتين للاطلاع على النتائج المالية وخاصة قائمة المركز المالي لفترة سنتين متتاليتين، ولايمكن استخدام نتائج الميزانية الواحدة لهذا الغرض لأنها تقدم لنا معلومات عن الأرصدة والبيانات المالية للمشروع في فترة زمنية معينة .

أما قائمة الدخل فيمكن استخدامها في السنة المعنية للتحليل وذلك لان قائمة الدخل تبين لنا ما حدث لنا خلال السنة المالية أي نتائج العمليات التشغيلية وغيرها.

وان الهدف الأساسي من استخدام قائمة حركة الأموال هو معرفة صافي التغيرات في حسابات الأصول التي حدثت في المشروع والتي تعكسها الفروقات في البيانات عن السنة الأولى مقارنا بالسنة محل البحث، وهي في كل الأحوال تعكس القرارات التي اتخذها المشروع خلال السنتين السابقتين ونستطيع القول ان قائمة الأموال تبين لنا أسباب التغيرات في الأموال بدل من التركيز على الأموال نفسها وبالتي نستطيع القول بأنها تقدم لنا ملخصا عن كافة الأنشطة المالية للمشروع يمكن

إعداد قائمة الأموال من واقع التغيرات التي حدثت في عناصر الميزانية من خلال اتخاذ الخطوات التالية :-

- الضريبة (الأرباح الموزع +الأرباح المحتجزة) +الاستهلاك) .

1- يتم تصنيف التغيرات في عناصر الاصول والخصوم وحقوق الملكية من واقع الميزانية العمومية عن الميزانيتين المتتاليتين، ويتم تصنيف هذه التغيرات على أساس على كونها تغيرات في الموارد وتشكل موردا للأموال أو استخداما له، ويمكن استخراج العناصر التي تشكل موردا للأموال كما يلي :-

2- كل نقص في الأصول يعد موردا

كل زيادة في الخصوم تعتبر موردا.

كل زيادة في حقوق الملكية تعتبر مورد

أما استخدامات الأموال فتكون كما يلي:

كل زيادة في الأصول يعد استخداما للأموال.

كل نقص في الخصوم يعد استخداما للأموال.

نضيف نتائج الخطوتين الأولى والثانية فنحصل على قائمة الأموال للسنة المذكورة، مع العلم انه يجب التأكد من عدم تكرار احتساب جميع العناصر المكونة لقائمة المركز المالي.

فيما يلي الميزانية المقارنة لشركة الكرامة للسنتين (2005-2006)

البيان	السنة 2005	السنة 2006	مقدار الفرق	
الأصول				
الأصول المتداولة				
النقد	5400	5000	400	%7.4
أوراق مالية قصيرة الأجل	3200	3600	400	%12.5
ذمم مدينة	36000	40000	4000	%11.1
المخزون	72000	76000	4000	%5.5
مج الأصول المتداولة	116600	124600		
الأصول الثابتة				
الآلات والمعدات	78000	88000	10000	%12.8
- الاستهلاك	18000	22000	4000	%22.2
صافي الأصول الثابتة	60000	66000	6000	
إجمالي الأصول	176600	190600		
الخصوم وحقوق الملكية				
الخصوم المتداولة				
أوراق الدفع	20000	30000	10000	%50
المصاريف المستحقة	10000	14000	4000	%40
الدائنون	16000	18000	2000	%12.5
قروض قصيرة الأجل	4000	4600	600	%15
مجموع الخصوم المتداولة	50000	66600		
القروض طويلة الأجل	48000	44000	4000	% (8.3)
حقوق الملكية				
رأس المال المدفوع	34000	34000	--	
الأرباح المحتجزة	44600	46000	1400	%3.1
أجمالي حقوق الملكية	78600	80000		
مجموع الخصوم وحقوق	176600	190600		

مصادر الأموال			
1- النقص في الأموال			
النقد	400		
المجموع		400	
2- الزيادة في الخصوم			
أوراق الدفع	10000		
مصاريف مستحقة	4000		
الدائنون	2000		
قروض مصرفية قصيرة الأجل	600		
مخصص الاستهلاك			
المجموع	4000	20600	
3- الزيادة في حقوق الملكية			
الاحتياطيات	1400		
		1400	
المجموع			22400
استخدامات الأموال			
1- الزيادة في الأصول			
الذمم المدينة	4000		
المخزون	4000		
أوراق مالية قصيرة الأجل	400		
الآلات والمعدات	10000		

مصادر الأموال			
المجموع		184000	
القروض طويلة الأجل		4000	
المجموع			22400

ويمكن استخراج التغير في الأموال بعد استبعاد لنقدية من قائمة مصادر واستخدامات الأموال وكما يلي:

التغير في الأموال = مجموع المصادر - مجموع الاستخدامات

التغير في الأموال= 22000 - 22400 = (400).

تحليل قائمة مصادر واستخدامات الأموال

ان النظرة إلى هذه القائمة تبين لنا ان الشركة اعتمده على مصادرها الداخلية المتولدة من العمليات لتمويل استثماراتها، إذ كانت قد استخدمت جزء من أصولها المتداولة في تمويل احتياجاتها والتي تتضمن النقدية، والاحتياطات، إن نسبة الاعتماد على المصادر الداخلية منخفض مقارنة بمصادر التمويل الخارجية في تمويل احتياجات الشركة، وتتضمن مصادر التمويل الخارجية أوراق الدفع والدائنون والقروض والمستحقات قصيرة الأجل، أما طبيعة الاستخدامات فكانت عبارة عن الاستثمار في الأصول المتداولة، وهي المدينون، المخزون، والأوراق قصيرة الأجل، والأصول الثابتة في الآلات والمعدات، وقد تم تسديد القروض طويلة الأجل.

الثاني عشر: قائمة التدفق النقدي Statement Cash of Flow

لقد ظهرت الحاجة الى ايجاد قوائم مالية اضافية لمعرفة طبيعة التغيرات التي تحدث على عناصر المركز المالي ذات الاهمية الكبيرة وهي الموجودات وحقوق

الملكية والخصوم، وبيان اسباب هذه التغيرات وانواعها لكي يمكن الاستفادة منها في التعرف على اتجاه الاداء في المشروع وطبيعة هيكل التمويل وقدرة المشروع على تحقيق السيولة.

اتجهت تعليمات الاسواق المالية وقوانين الشركات نحو مطالبة المشاريع باعداد قائمة التدفق النقدي واضافتها الى مجموعة المخرجات من القوائم المالية لكي تفصح عن الانشطة التمويلية والاستثمارية اي تفصح عن مصادر التمويل والاستثمارات المستخدمة بها وتبين قدرة المشروع على خلق السيولة.

وتسمى ايضا قائمة التغيرات في المركز المالي اذ انها تهتم بحساب التغيرات بين قيم عناصر المركز المالي في بداية الفترة وفي نهايتها.

يمكن تعريف قائمة التدفق النقدي "هي تلك الكشوفات المالية المعنية ببيان الفرق بين التدفق النقدي الداخل والتدفق النقدي الخارج من عمليات التشغيل والاستثمار والتمويل خلال فترة زمنية محددة وتساعد في التعرف على الأوضاع المالية للمشروع"، وتعرض الأثر النقدي الداخل والخارج لكافة العمليات والأنشطة التي تحدث في المشروع خلال السنة المالية، أي العمليات الناجمة عن التشغيل او سداد الالتزامات القصيرة والطويلة المدى عند استحقاقها وتساهم في ايجاد المؤشرات التي تبين مدى امكانية استمرار المشروع وكيفية استخدام الفائض الاستخدام الأمثل.

وتساعد هذه القائمة ادارة مالية المشروع على تحديد القدرة على توليد التدفقات النقدية مستقبلا،ومدى فاعلية الإدارة المالية والتخطيط لاعداد الموازنة التقديرية النقدية،وتبين قائمة التدفق النقدي مصادر النقدية واستخدامها اي الزيادة التي تنتج من التدفقات الداخلة وهي عبارة عن المصادر للتدفقات النقدية الواردة خلال الفترة باعتبارها انشطة تمويلية للمشروع، والنقص الذي ينتج من التدفقات الخارجة والتي تعتبر انشطة استثمارية، والتي تعكس الوجه الاخر لمختلف الانشطة المتمثلة في الشراء والبيع والاستثمار والتمويل والتغيرات الحاصلة فيها مع عرض

أسباب الاقتراض وحجم المبالغ المقترضة،ولا يمكن الوصول الى معرفة مقدار التدفقات النقدية الداخلة للمشروع والخارجة منه من خلال قائمتي المركز المال والدخل لاسباب تتعلق بطبيعة العناصر التي تعرضها والاسس المحاسبية المعتمدة في تبويبها وتجميعها.

ان تحليل قائمة التدفق النقدي يهدف الى تحديد الانشطة التي تتسبب في التدفقات الداخلة والتدفقات الخارجة بواسطة دراسة التغيرات في عناصر المركز المالي منذ بداية السنة المالية حتى نهايتها، ان قائمة التدفق النقدي تكون أساس لعملية التنبؤ بحجم ووقت تحقق هذه التدفقات، وعليه يبني المشروع تصوره عن حجم الالتزامات وكيفية تسديدها دون تحمل أعباء مالية كبيرة .

ولذلك فان قائمة التدفق النقدي تبين ما يلي:-

1- جميع التدفقات النقدية الداخلة للمشروع خلال السنة المالية (Inflow of All Resources).

2- جميع التدفقات النقدية الخارجة خلال السنة المالية (Outflow All Resources).

3- مقدار الزيادة او النقصان في الموارد خلال السنة المالية (Net Increase or decrease In Resource)..

4- عرض لنشاط التمويل للعجز والاستثمار للأموال الفائضة في المشروع.

أهمية أعداد قائمة التدفق النقدي

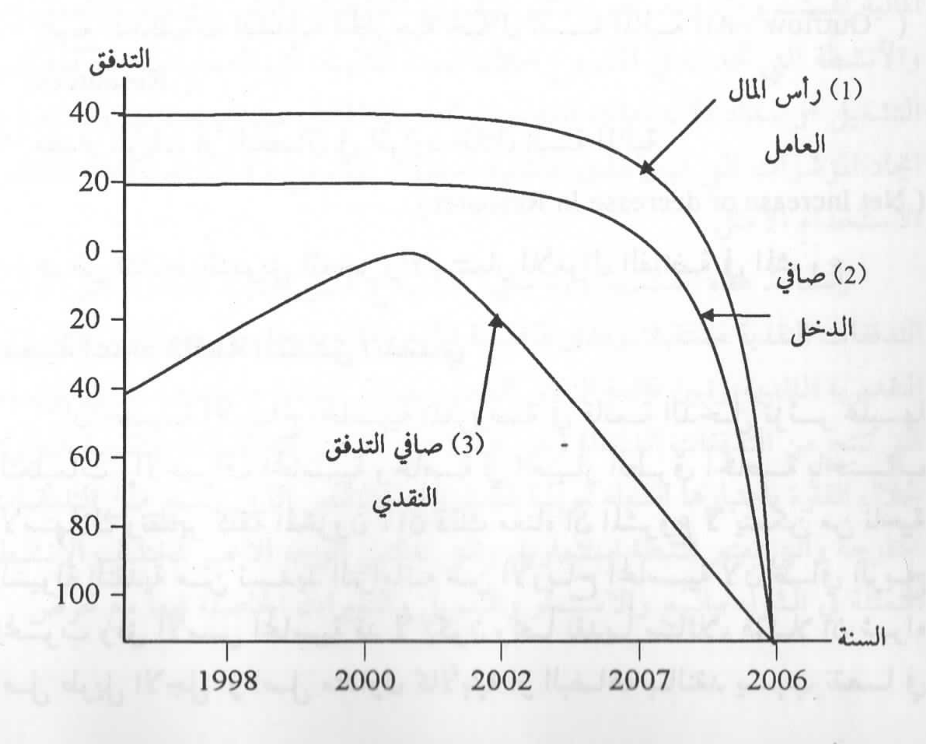
ان حصيلة الأرباح المحاسبية المعروضة في قائمة الدخل تؤثر عليها التعليمات والأعراف المحاسبية وخاصة في اختيار الطرق الخاصة باحتساب الاستهلاك وتقدير كلفة المخزون ، ان ذلك معناه ان المشروع لا يتمكن من ناحية السيولة النقدية من تسديد التزاماته من الأرباح المحاسبية لان صافي الربح المحسوب وفق الأسس المحاسبية قد لا يكون ربحاً نقدياً سائلاً، فمثلا ان شراء اصل طويل الاجل او اصل متداول كالأبنية او البضاعة بالنقد يسبب نقصا في

النقدية ويعد تدفق نقدي خارج ويظهر في قائمة التدفق النقدي ،ولكن اذا تم شراء البناية مقابل اصدار اسهم فهنا لا تعتبر العملية نقدية ولا ينتج عنها اي اثر على النقدية وبالتالي لاتعتبر تدفق نقدي خارجا او داخلا.

ان هذه القائمة تظهر لنا آثار عناصر التشغيل على السيولة وقدرة المشروع على الوفاء بالتزاماته قبل الوصول إلى مرحلة إشهار الإفلاس بفترة طويلة،والشكل رقم (3) يبين لنا أهمية عرض قائمة التدفق النقدي مقارنة بقائمتي المركز المالي والدخل، ان ذلك جعل من المنظمة الدولية للمعايير المحاسبية تقوم باضافة معيار محاسبي دولي يلزم المشاريع وخاصة تلك التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي بأعداد ونشر قائمة التدفقات النقدية اسوة بالقوائم المالية الاخرى.

شكل رقم (3)

أهمية أعداد قائمة التدفق النقدي



تم إعداد الشكل رقم (3) بالاعتماد على ما جاء بالقوائم المالية لاحدى الشركات للسنوات 1998 – 2006، ان المنحنين رقم 1 و2 يبينان لنا العلاقة الطردية بين صافي الدخل التشغيلي ورأس المال العامل التشغيلي لفترة عشرة سنوات حيث يتبين استمرار الشركة باعطاء مؤشرات ايجابية انطلاقا من الارقام التي تعرضها الشركة عن العناصر المكونه لرأس المال التشغيلي وصافي الدخل المتحقق عن أنشطتها، في حين اظهر صافي التدفق النقدي من التشغيل علاقة عكسية مع مؤشرات الحسابين المذكورين في السنوات الخمسة الأخيرة إذ يتبين أن الشركة تعاني من انخفاض مستمر في السيولة وهذا معناه وجود صعوبات في تحقيق التدفقات النقدية وحيث ان صافي التدفق النقدي يعد احد مخرجات قائمة التدفق النقدي (قيمة التدفقات الداخلة للشركة – قيمة التدفقات النقدية الخارجة منها) فان ذلك يثبت بان قائمة التدفق النقدي تظهر موقف الشركة والمشاكل التي تتعرض لها من حيث قدرتها على تحقيق السيولة والمشاكل التي تعاني منها قبل تعرضها إلى الإفلاس بخمسة سنوات ، لقد كانت مؤشرات عناصر صافي الدخل ورأس المال العامل إيجابيه خلال العشرة سنوات قبل وصول الشركة الى حالة الإفلاس، وان تحليل التدفق النقدي اظهر ان صافي التدفق النقدي لهذه الشركة كان يتجه نحو الانخفاض سنة بعد أخرى ويعطي هذا الاتجاه قبل فترة خمس سنوات، أي أن الشركة كانت تستهلك النقدية المتاحة منذ سنوات سابقة ولا تقوم بتوليدها وكما مؤشر في الشكل رقم (3) وخاصة بعد عام 2000، ويبين لنا المنحنى الهبوط في رصيد السيولة بصورة كبيرة ابتداء' من عام2000، وأنه يعطي مؤشر عن القدرة على توليد التدفقات النقدية في المستقبل وامكانية تسديد الالتزامات ودرجة السيولة التي تتمتع بها الشركة، وتعرض معلومات اكثر تفصيلا عن الأرباح.

وعلى هذا الأساس أصبحت قائمة التدفق النقدي من القوائم المهمة التي نستطيع من خلالها تقييم أداء المشروع،كونها لاتتاثر كثيرا بالطرق والأعراف المحاسبية المختارة للتقييم وخاصة في الأمد القصير، وبذلك أصبحت قائمة التدفق النقدي

جزاء لايتجزء من بيانات المشروع المالية التي تقدم في نهاية العام استنادا إلى المعيار المحاسبي رقم (7).

أعداد قائمة التدفق النقدي

ويمكن إعداد قائمة التغيرات النقدية للمشروع بطريقتين اذ يتم أعداد قائمة التدفق النقدي على أساس مبدأ المقارنة بين أرصدة عناصر الميزانية في بداية المدة مع الرصيد نفسه في نهاية المدة وتأثير هذه العناصر على النقد، ويمكن حساب قائمة التدفق النقدي من خلال معرفة العلاقة بين المقبوضات النقدية والمدفوعات النقدية خلال السنة المالية المطلوب.

ان الخطوة الأولى في أعداد قائمة التدفق النقدي هي تحديد العناصر المولدة للنقدية والعناصر التي تستهلك النقدية.

إما الخطوة الثانية فنستخرج التغير في الحسابات التي تشكل تدفق نقدي داخل أو الاستخدام الذي يشكل تدفق نقدي خارج.

ثم نستخرج صافي التدفق النقدي لكل نشاط من أنشطة المشروع وهي الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلي.

وتحديد صافي التدفق للسنة المالية من خلال تجميع صافي التدفقات النقدية للأنشطة المذكورة بعد إضافة مقدار النقد في أول المدة .

وقد اقترح عدد من الاشكال لعرض قائمة المركز المالي لمعالجة النقص فيها وخاصة ما يتعلق بالسيولة النقدية وهي كما يلي:-

اولا:- مفهوم التغيرات النقدية:- ويقوم هذا المفهوم على أساس عرض التغيرات التي تحدث على عناصر المركز المالي والتي هي على شكل نقدي فقط ،حيث يتم التركيز على التدفقات النقدية وليس التدفقات المالية وعلى المركز النقدي وليس المركز المالي.

ثانيا:- مفهوم رأس المال العامل:- وتقوم هذه الطريقة على أساس إضافة التغيرات في المركز المالي الناتجة عن عمليات تؤثر بالزيادة او النقصان على

رأس المال العامل،فمثلا ان شراء معدات بتمويل طويل الاجل لايؤثر على رأس المال العامل وبذلك فهي خارجة عن اهتمام قائمة المركز المالي من زاوية رأس المال العامل بينما ان شراء اصول ثابتة بقرض قصير الاجل ستظهر بهذه القائمة على الرغم من انها ليست استخداما للنقدية ولا تمثل تدفق نقدي داخل.

ثالثا:- مفهوم كل الموارد المالية:- ان قائمة المركز المالي في ظل مفهوم رأس المال العامل لاتوضح عمليات اساسية تحدث للمشروع بسبب كونها طويلة الاجل ولذلك فان مفهوم كل الموارد يشمل كافة التغيرات التي تؤثر على الانشطة المالية والاستثمارية في المشروع بصورة اساسية.

ان الحاجة اصبحت ماسة الى اعداد قائمة التدفق النقدي لسببين أولهما ان حساب مصادر رأس المال العامل واستخداماته يرتبط بكيفية تقييم الاصول والالتزامات وخاصة الاصول المتداولة والثاني ان قائمة تدفق الاموال تبين التغير في رأس المال العامل ولاتعطي معلومات كافية وملائمة لبعض الجهات المعنية عن قدرة المشروع على تغطية احتياجاته من النقد في المدى القصير فمن المعروف ان مصادر التدفق النقدي تتخذ صيغتين:-

الاولى: مصادر نقد من الانشطة التشغيلية الجارية للمشروع،وهي تمثل الفرق بين الايرادات الجارية النقدية والمصروفات النقدية خلال الفترة.

الثاني: مصادر الاموال من عمليات التمويل طويلة الاجل.

- التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية

يحسب التدفق النقدي من الانشطة التشغيلية وفق الأسلوبين الآتيين:-

اولا:- الأسلوب المباشر ويمكن من خلال هذه الطريقة تحويل كل عناصرالايرادات والمصروفات في قائمة الدخل من أساس الاستحقاق إلى الأساس النقدي وبالشكل الآتي:-

1 - النقد المقبوض ويستخرج كما يلي :-

صافي المبيعات

+ النقص في الذمم المدينة (بعد استبعاد الديون المشكوك في تحصيلها من حساب الذمم المدينة)

- الزيادة في الذمم المدينة

= النقد المقبوض

2 - النقد من المصادر الأخرى ومنها أرباح الأوراق المالية والفوائد من الاموال الممنوحة على شكل قروض وإيرادات الفوائد وأرباح الأسهم

+ النقص في الإيرادات المستحقة وغير المقبوضة

- الزيادة في الإيرادات المستحقة وغير المقبوضة

= النقد المقبوض من المصادر الأخرى

3- النقد المدفوع إلى المورد

تكلفة البضاعة المباعة

+ الزيادة في المخزون

- النقص في المخزون

قيمة المشتريات

+ النقص في الدائنون

- الزيادة في الدائنون

إجمالي النقد المدفوع للموردين

4 - مدفوعات المصاريف

أجمالي المصاريف خلال السنة

+ الزيادة في المصاريف المدفوعة مقدما

+ النقص في المصاريف المستحقة غير المدفوعة

- النقص في المصاريف المدفوعة مقدما

- الزيادة في المصاريف المستحقة غير المدفوعة

النقد المدفوع على المصاريف

ثانيا:- الأسلوب غير المباشرة

يمكن استخراج النقد من العمليات بهذه الطريقة بعد إضافة المصروفات غير النقدية كالاستهلاكات إلى صافي الربح وتحديد عناصر رأس المال العامل وكما يلي:-

1- النقد من العمليات التشغيلية

صافي الربح

+ المصاريف غير النقدية(الاستهلاك)

+ العناصر التالية:-

النقص في الذمم المدينة

النقص في المخزون

النقص في المصاريف المدفوعة مقدما

الزيادة في الدائنون

الزيادة في المصاريف المستحقة الدفع

(-) العناصر التالية

الزيادة في الذمم المدينة

الزيادة في المخزون

الزيادة في المصاريف المدفوعة مقدما

النقص في الدائنين

النقص في المصاريف المستحقة الدفع

+ ضريبة الدخل المدفوعة

= صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية

2-التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية:-

(أ) النقد المدفوع لشراء أصول جديدة =

الكلفة الإجمالية للأصول في نهاية السنة

– الكلفة الإجمالية للأصول في بداية السنة المالية

(ب) النقد الداخل عن بيع الأصول

= القيمة الدفترية للأصول المباعة

+ أرباح بيع الأصول

أو – خسارة بيع الأصول

التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية

(أ) النقد الناجم عن الزيادة في رأس المال

+ الزيادة في علاوة الإصدار

(ب) مدفوعات الأرباح الموزعة =

الأرباح المقترح توزيعها في بداية السنة

– الأرباح المقترح توزيعها في نهاية السنة

+ الأرباح المقترح توزيعها خلال السنة

(جـ) التدفق النقدي من القروض =

رصيد القروض في نهاية السنة

– رصيد القروض في بداية السنة

مثال:

المرحلة الاولى: تحديد صافي الزيادة او النقص في رصيد النقدية،وبما انـه لاتوجـد رصيد نقدي في 1/1/2006فالرصيد في نهاية المدة 31/ 12/ 2006 المتمثل بمبلغ 34000 يعكس مقدار التغير (الزيادة) في نهاية المدة.

فيما يلي قائمتي المركز المالي المقارنة والدخل لشركة الرازي للسنة الماليـة 2006 و 2007 .

الاصول المتداولة	2006	2007
النقد	30000	29000
المدينون	70000	74000
المخزون	60000	54000
مصاريف مدفوعة مقدما	ـــــــ	6000
استثمارات مالية قصيرة الاجل	ـــــــ	28000
المطلوبات المتداولة		
الدائنون	24000	16000
ضرائب مستحقة الدفع	ـــــــ	4000
أوراق الدفع	2000	1000
رواتب مستحقة الدفع	3000	7000
الأصول الثابتة		
الآلات	100000	270000
المباني	125000	100000
استثمارات طويلة الأجل	10000	23000

الاصول المتداولة	2006	2007
القروض المصرفية طويلة الأجل	---------	7000
السندات	30000	15000
حقوق الملكية		
الاسهم العادية	300000	310000
الاسهم الممتازة	--------	11000

قائمة الدخل عن الفترة المنتهية في 31/ 12/ 2007

المبيعات	1000000	
ايرادات الفوائد	20000	
مجموع الايرادات	1020000	
المصروفات		
تكلفة البضاعة المباعة	620000	
المصروفات التشغيلية		
م. تسويق	30000	
الرواتب	48000	
الاستهلاك	40000	
مصاريف ادارية وعمومية	10000	
مصاريف البيع	42000	
مجموع المصاريف التشغيلية		170000
خسائر بيع المباني		4000

الفائدة		26000
الضريبة		60000
صافي الدخل		140000

المطلوب استخرج قائمة التدفق النقدي بالأسلوب المباشر وغير المباشر؟

الحل: الطريقة غير المباشرة

قائمة التدفقات النقدية للسنة المنتهية في 2007/12/31

أولاً: التدفقات النقدية من العمليات

1- صافي الدخل 140000

يضاف العناصر التالية

الاستهلاك 40000

2- النقص في الأصول

المخزون 6000

3- الزيادة في الخصوم

الضرائب المستحقة 4000

الرواتب المستحقة 4000 +

مجموع التدفقات النقدية الداخلة 54000

تطرح العناصر التالية

4- الزيادة في الأصول

المصروفات المدفوعة مقدماً 6000

الاستثمارات قصيرة الأجل 28000

5- النقص في الخصوم

الدائنون	8000	
أوراق الدفع	1000	
مجموع التدفقات النقدية الخارجة من العمليات	- (43000)	
صافي التدفقات النقدية من العمليات		151000

ثانياً: التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية

الآلات	(70000)	
المباني	25000	
استثمارات طويلة الأجل	(13000)	
صافي التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية		(58000)

ثالثاً: التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية

القروض	7000	
السندات	(15000)	
الأسهم العادية	10000	
الأسهم الممتازة	11000	
صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية		13000

التحليل المالي لقائمة التدفق النقدي(Cash Flow Ratios):-

1- نسب الكفاية Sufficiency Ratio :- وهو مؤشر على مدى ملائمة وكفاية التدفقات النقدية من عمليات التشغيل لتلبية احتياجات والتزامات المشروع المختلفة ويمكن احتسابها كما يلي:-

نسبة كفاية التدفق النقدي = صافي التدفق النقدي من عمليات التشغيل ÷ الديون طويلة الاجل المدفوعة+ الاصول+ ارباح الاسهم المدفوعة

نسبة تغطية الدين= اجمالي الديون ÷ صافي التدفق النقدي من عمليات التشغيل

2- نسب الكفاءة:- وهي النسب التي تعطينا مؤشر عن قدرة انشطة وموارد المشروع على توليد التدفقات النقدية وتقاس كما يلي:-

أ- نسبة التدفق النقدي الى المبيعات = النقد من عمليات التشغيل ÷ المبيعات

ب- نسبة مؤشر عمليات التشغيل= النقد من عمليات التشغيل ÷ صافي الدخل

ج- عائد التدفق النقدي

عائد التدفق النقدي الى الأصول= صافي التدفق النقدي من عمليات التشغيل ÷ مجموع الاصول

2- نسب السيولة:-

وهي النسب التي تعطينا مؤشر عن قدرة التدفقات النقدية في تسديد الالتزامات على المشروع ويمكن استخدام النسب التالية لهذا الغرض:-

نسبة التدفق النقدي على كلفة التمويل الثابتة = (صافي التدفق النقدي من عمليات التشغيل +كلفة الفائدة) / (كلفة الفائدة + مصاريف الفوائد على الاستئجار)

$$\text{Cash Flow Coverage of Fixed Financial Cost}=\frac{\text{Net Cash Flow by Operating Activeties + Interst Expense}}{\text{Interst Expense+ Estimated Lease Interest Expense}}$$

نسبة التدفق النقدي على كلفة الديون طويلة الأجل= صافي التدفق النقدي / القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل

$$\text{Cash Flow Coverage of Fixed Financial Cost}=\frac{\text{Net Cash Flow by Operating Activeties}}{\text{Book Value of Long– Term Debt+ Present Value OF Lease Obligations}}$$

نسبة التدفق النقدي على كلفة الديون طويلة الأجل = صافي التدفق النقدي / إجمالي قيمة الديون

$$\text{Cash Flow Coverage of Fixed Financial Cost} =\frac{\text{Net Cash Flow by Operating Activeties}}{\text{Total Long – Term Debt+Current Intersit- Bearing Liabilites}}$$

ثالث عشر: التحليل الراسي او التوزيع النسبي(Vertical Analysis)

ويعني تحليل عناصر كل قائمة مالية على حدة من خلال تحديد نسبة كل عنصر من القوائم المالية إلى إجمالي القائمة أو إلى إجمالي المجموعة التي ينتمي إليها، أو نسبة إجمالي كل مجموعة داخل القائمة إلى إجمالي القائمة.

تساعد هذه المقارنات على معرفة الاهمية النسبية لكل عنصر منسوبا الى كل مجموعة واظهار العلاقة بين الجزئيات بعضها بالبعض الآخر وبينها وبين المجموعات

الرئيسية،وهنا نستطيع اكتشاف العلاقة بين العناصر المكونة لقائمة التكاليف والمركز المالي وقائمة الدخل.

ان الظواهر المكتشفة تعد ذات مغزى الى المحلل المالي ويكون التحليل الراسي على شكل نسبة مؤية ،وليس المهم في التحليل الراسي استخراج الاهمية النسبيةوانما الاهم من ذلك هو تفسير(Interpretations) العلاقات المكونة لهذه الاهمية النسبية والربط بين الاوزان النسبية واسخلاص النتائج التي تحقق الهدف.

اما المعايير التي تستخدم فهي ذات المعايير المذكورة سابقا ،ولكن تستخرج بنفس الاهمية النسبية ولكل عنصر من عناصر القوائم المالي على حدة.

خطوات اعداد قائمة التوزيع النسبي :-

نقوم بنسبة كل مجموعة او عناصرها الى الاجمالي أو ننسب كل عنصر الى المجموعة التي ينتمي اليها وبذلك تعتبر كل مجموعة فرعية 100٪ وكل مجموعة إجمالية 100٪

الانتقادات الموجهة إلى التحليل الراسي

يتصف التحليل الراسي بصفة الجمود(Static) خاصة اذا اقتصر التحليل على قوائم مالية لسنة واحدة.

ان معدل التغير الذي يظهر في شكل نسبة مئوية دون الارقام المطلقة على فترات مختلفة لا يظهر بالضرورة الاهمية النسبية لمختلف العناصر،مما قد يجعل المحلل المالي يتجه نحو الاهتمام بدراسة العناصر التي حجم التغير بها كبير ويترك العناصر الاخرى ذات التغيرات الصغيرة على الرغم من أهميتها، فمثلا في مجموعة الاصول المتداولة التي تعرض التغيرات في عناصرها كما يلي:-

العنصر	2006	2007
النقد	4000	5000
الذمم المدينة	6000	12000
المخزون	15000	5000
اجمالي الأصول المتداولة	25000	25000

قد لا يحصل تغيير في إجمالي المجموعات المكونة للقوائم المالية في السنة اللاحقة مما يجعل التغير يساوي صفر، وعندما نقوم بتحليل العناصر المكونة لهذه المجموعات نجد هناك تغيرات جوهرية قد حصلت ولكن لا تعكسها عملية التحليل النسبي على مستوى المجموعات،ففي مثالنا اعلاه حصل تغير جوهري في الذمم المدينة والمخزون، ولكنه لم ينعكس على تحليل اجمالي الاصول المتداولة.

مثال:

فيما يلي قائمة المركز المالي لشركة الاتحاد العربي للسنوات 2006/ 2007

البيان	2006	2007	الوزن النسبي الإجمالي٪		الوزن النسبي إلى المجموعة ٪	
			2006	2007	2006	2007
الاراضي	40000	60000	20	25	33	75
الالات	80000	20000	40	8	67	25
اجمالي الاصول الثابتة	120000	80000	60	33	100	100
الاصول المتداولة						
النقد	4000	88000	2	36	5	55
الذمم المدينة	28000	32000	14	17	35	20

البيان	2006	2007	الوزن النسبي الإجمالي٪		الوزن النسبي إلى المجموعة ٪	
			2006	2007	2006	2007
المخزون	48000	40000	24	17	60	25
اجمالي الاصول المتداولة	80000	160000	40	66	5	55
اجمالي الاصول	200000	240000	100	100	---	---
رأس المال المدفوع	120000	120000	60	50	75	67
الارباح المحتجزة	40000	60000	20	25	25	33
اجمالي حقوق الملكية	160000	180000	80	75	100	100
الديون طويلة الاجل السندات	20000	24000	10	10	50	50
المطلوبات المتداولة	20000	36000	10	15	100	100
الدائنون	12000	16000	6	7	60	44
اوراق الدفع	8000	20000	4	8	40	56
اجمالي المطلوبات وحقوق الملكية	200000	240000	100	100	---	---

المطلوب

استخراج الوزن النسبي الإجمالي والوزن النسبي لكل مجموعة محللاً النتائج التي تتوصل إليها؟

الحل:

يتم استخراج الوزن النسبي الاجمالي وللمجموعة كما يلي:

الوزن النسبي الاجمالي 2006	الوزن النسبي الاجمالي 2007
الاراضي= $\frac{40000}{200000} = 20\%$	الاراضي= $\frac{60000}{240000} = 25\%$
الالات= $\frac{80000}{200000} = 40\%$	الالات= $\frac{20000}{240000} = 8\%$
الاصول الثابتة= $\frac{120000}{200000} = 60\%$	الاصول الثابتة= $\frac{80000}{240000} = 33\%$
المخزون= $\frac{48000}{200000} = 24\%$	المخزون= $\frac{40000}{240000} = 17\%$
المدينون= $\frac{28000}{200000} = 14\%$	المدينون= $\frac{40000}{240000} = 17\%$
النقد= $\frac{4000}{200000} = 2\%$	النقد= $\frac{88000}{240000} = 36\%$
الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول $\frac{80000}{200000} = 40\%$	$\frac{160000}{240000} = 66\%$
إجمالي الأصول = $\frac{200000}{200000} = 100\%$	اجمالي الاصول = $\frac{240000}{240000} = 100\%$
رأس المال المدفوع= $\frac{120000}{200000} = 60\%$	رأس المال المدفوع = $\frac{120000}{240000} = 50\%$
الارباح المحتجزة= $\frac{40000}{200000} = 20\%$	الأرباح المحتجزة = $\frac{60000}{240000} = 25\%$
حقوق الملكية= $\frac{160000}{200000} = 80\%$	حقوق الملكية = $\frac{180000}{240000} = 75\%$
الديون طويلة الأجل = $\frac{20000}{200000} = 10\%$	الديون طويلة الأجل = $\frac{24000}{240000} = 10\%$
السندات= $\frac{20000}{200000} = 10\%$	السندات= $\frac{24000}{240000} = 10\%$
الدائنون= $\frac{12000}{200000} = 6\%$	الدائنون= $\frac{16000}{240000} = 7\%$

الوزن النسبي الاجمالي 2006	الوزن النسبي الاجمالي 2007
اوراق الدفع= $\frac{8000}{200000} = 4\%$	اوراق الدفع= $\frac{20000}{240000} = 8\%$
المطلوبات المتداولة= $\frac{20000}{200000} = 10\%$	المطلوبات المتداولة= $\frac{36000}{240000} = 15\%$
الاراضي= $\frac{40000}{120000} = 33\%$	الاراضي= $\frac{60000}{80000} = 75\%$
الالات= $\frac{80000}{120000} = 67\%$	الالات= $\frac{20000}{80000} = 25\%$
الاصول الثابتة= $\frac{120000}{120000} = 100\%$	الاصول الثابتة= $\frac{80000}{80000} = 100\%$
المخزون= $\frac{48000}{80000} = 60\%$	المخزون= $\frac{40000}{160000} = 25\%$
المدينون= $\frac{28000}{80000} = 35\%$	المدينون= $\frac{40000}{240000} = 20\%$
النقد= $\frac{4000}{80000} = 5\%$	النقد= $\frac{88000}{160000} = 55\%$
اجمالي الاصول = $\frac{80000}{80000} = 100\%$	اجمالي الاصول = $\frac{160000}{160000} = 100\%$
رأس المال المدفوع= $\frac{120000}{160000} = 75\%$	رأس المال المدفوع = $\frac{120000}{180000} = 67\%$

الوزن النسبي الاجمالي 2006	الوزن النسبي الاجمالي 2007
الارباح المحتجزة= $\frac{40000}{160000}$ = 25٪	الأرباح المحتجزة= $\frac{60000}{180000}$ = 33٪
حقوق الملكية= $\frac{160000}{160000}$ = 100٪	حقوق الملكية = $\frac{180000}{180000}$ = 100٪
السندات= $\frac{20000}{40000}$ = 50٪	السندات= $\frac{24000}{48000}$ = 50٪
ديون طويلة الأجل= $\frac{20000}{40000}$ = 50٪	الديون طويلة الأجل= $\frac{24000}{48000}$ = 50٪
الدائنون= $\frac{12000}{20000}$ = 60٪	الدائنون= $\frac{16000}{36000}$ = 44٪
اوراق الدفع= $\frac{8000}{20000}$ = 40٪	اوراق الدفع= $\frac{20000}{36000}$ = 56٪
المطلوبات المتداولة= $\frac{20000}{20000}$ =100٪	المطلوبات المتداولة= $\frac{36000}{36000}$ = 100٪
المطلوبات وحقوق الملكي ة******	المخزون ******

1- تحليل الوزن النسبي الاجمالي

يلاحظ ان اجمالي الاصول الثابتةقد انخفضت من 60 ٪ عام 2006 الى 33٪ عام 2007 مما يؤشر انخفاض الرافعة التشغيلية بصورة عامة للشركة المذكورة (يقاس ارتفاع خطر الرافعة التشغيلية بارتفاع نسبة الاصول الثابتة من اجمالي اصول المشروع)، ان هذا التغيير في الاصول الثابتة جاء نتيجة ارتفاع نسبة مساهمة المباني

الى مجموع الاصول من20 ٪ الى 25 ٪ ،فيما سجلت نسبة الالات انخفاض من 40٪ عام 2006الى 8٪ عام 2007 وهي نسبة انخفاض كبيرة.

ويلاحظ ارتفاع الاصول المتداولة بنسبة 66 ٪ لعام 2007 مقارنة بعام 2006 ، وقد جاء هذا الارتفاع نتيجة ارتفاع رصيد النقد بنسبة 36 ٪ مقارنة بعام 2006 على حساب المخزون والذمم المدينة، مما يؤشر زيادة قدرة الشركة على تسديد التزاماتها الفورية في مواعيدها،وتحسن مبيعاتها وارتفاع نشاط قسم تحصيل الديون العائدة للشركة بذمة الغير.

اما في جانب المطلوبات وحقوق الملكية فان التغير حصل في حساب حقوق الملكية اذ انخفضت نسبة مساهمة حقوق الملكية في هيكل راسمال المشروع من 80٪عام 2006 الى 75٪عام 2007 وهذا يعطينا مؤشر باتجاه الشركة نحو زيادة مديونيتها على الرغم من ارتفاع سيولة الاصول المتداولة،ولكن على الرغم من ذلك نلاحظ ارتفاع حساب الارباح المحتجزة من 20٪ عام 2006 الى 25٪عام 2007 وقد ارادت الشركة ان توازن بين التمويل الخارجي والتمويل الداخلي لانشطتها الجديدة، بهدف الاستفادة من مبدأ المتاجرة بالملكية،ولم تتاثر الزيادة في اصدار السندات على نسبة مساهمتها في هيكل رأس المال اذ انها بقيت ثابتة بمقدار 10٪ كما هي عليه عام 2006، ولكن جاءت الزيادة في المطلوبات المتداولة اذ انها ارتفعت من 10٪ الى 15٪ عام 2007، وهنا لابد من الاشارة الى ان الزيادة في المطلوبات المتداولة قد ذهبت نحو تمويل الانشطة قصيرة الاجل في الشركة، مما يؤشر التزام الادارة المالية للشركة بمبدأ استخدام التمويل قصير الاجل في الاستثمارات قصيرة الاجل، ان تفاصيل الزيادة في المطلوبات المتداولة هي في ارتفاع حساب الدائنون من 6٪ عام 2006 الى 7٪ عام 2007 ، وحصلت الزيادة بنسبة كبيرة في اوراق الدفع اذ انها ارتفعت من 4٪ عام 2006 الى 8٪ عام 2007 وهذا يعني اتجاه الشركة نحو زيادة استخدام الائتمان التجاري كمصدر من مصادر التمويل الخارجي على حساب الائتمان المصرفي.

ان اسلوب التحليل النسبي يبين لنا عدم وجود تغير نسبي في حساب اجمالي المطلوبات وحقوق الملكية في حين عند الرجوع الى الميزانية المقارنة نلاحظ ارتفاع قيمة هذا الحساب من 200000 دينار عام 2006 الى دينار 240000 عام2007 ،وهذه هي احدى العيوب التي تؤشر على هذا الاسلوب في التحليل المالي.

2- تحليل الوزن النسبي لكل عنصر الى المجموعة:-

يلاحظ ارتفاع نسبة مساهمة المباني الى اجمالي الاصول الثابتة من 33٪ عام 2006 الى 75٪ عام 2007، وانخفاض نسبة مساهمة الالات من 67٪ عام 2006 الى 25٪ عام 2007 ان ذلك قد يعطينا مؤشرا على قرب اندثار الالات في الشركة،اما مجموعة الاصول المتداولة فنلاحظ انخفاض في نسبة المخزون والذمم المدينة وارتفاع في النقدية وهذا مؤشر جيد للسيولة كما اسلفنا.

ان مؤشر حقوق الملكية يبين ارتفاع نسبة التمويل بالارباح المحتجزة وانخفاض نسبة التمويل برأس المال المدفوع، اذ ارتفعت الاولى من 25٪ الى 33٪ فيما سجل رأس المال المدفوع انخفاض من 75٪ الى 67٪،وقد بقيت نسبة التمويل بالسندات ثابتة كما هي عليه في السنتين محل المقارنة، وفي جانب المطلوبات المتداولة يلاحظ ارتفاع نسبة مساهمة الدائنون من 60٪ عام 2006 الى 44٪عام 2007 ، فيما سجلت نسبة مساهمة اوراق الدفع ارتفاع ملحوظ اذ انها ازدادت بنسبة56٪ عن عام 2006.

الرابع عشر: التحليل الافقي

يهدف ابراز معدلات التغير في قيمة كل عنصر اما بارقام مطلقة او نسبة مؤية وحتى تنجح عملية التحليل علينا اختيار سنة أساس و نقيس عل أساسها معدلات النمو للسنة التالية ،اذ نعرف من خلالها التغير او الاتجاه لكل عنصر من عناصر القوائم المالية.

يساعد التحليل المالي المحلل على معرفة اتجاه النمو لجميع أنشطة المشروع وكذلك إمكانية التنبؤ المستقبلي وقياس اتجاهات هذه العناصر وانعكاس السنوات السابقة الماضية على عملية التنبؤ المستقبلي، ويمكن تسمية هذا النوع من التحليل الاتجاهي، حيث تتطلب عملية التحليل الحصول على قوائم مالية لا تقل عن 3 سنوات لمعرفة مدى التغير في العناصر المختلفة.

وهذا معناه أن التحليل الافقي عبارة عن تحليل اتجاهي يوضح التغيرات التي حدثت للعناصر المذكورة في القوائم المالية من خلال القوائم المالية المقارنة لسنوات متعددة، حيث نبدأ بتلك العناصر التي حدث فيها تغير ملموس، وتلك العناصر المستقرة او القريبة من الاستقرار.

ان ذلك يتطلب ان يقوم المحلل المالي بدراسة تفصيلية انتقادية لمعرفة الانحرافات وأسبابها ونتائجها وانعكاس هذه التغيرات على المشروع محل التحليل ، تمهيدا لابداء الرأي العلمي والفني والموضوعي والمساعدة في اتخاذ القرار الرشيد، ولذلك يقال بان التحليل المالي الأفقي يمتاز بالديناميكية العالية نظرا لانه ياخذ العناصر لعدد من السنوات ويقارنها مع بعضها البعض.

يتطلب انجاز التحليل الافقي اختيار سنة الاساس كونها تؤثر على حساب الاتجاهات المستقبلية للمشروع،ومن هنا لابد من تحديد مقياس دقيق عند اختيار سنة الاساس تاخذ بنظر الاعتبار ما يلي:-

1- عدم خضوع اختيار سنة الأساس للرأي الشخصي، ويجب ان يكون في ضوء قواعد موضوعية للاختيار لأن الاختبار السيء سوف يُعطى نتائج غير جيدة ويترتب عليها تحليل ومقترحات مضللة.

2 -أن تكون سنة الأساس ذات ظروف طبيعية لم تؤثر عليها ا لمؤشرات غير الطبيعية.

أسئلة الفصل الثاني

السؤال الاول :

فيما يلي قائمة المركز المالي لشركة بغداد كما هي الحال عليه في 31/12/2006.

المبلغ	الأصول	المبلغ	الخصوم وحقوق الملكية
	الأصول المتداولة		الخصوم المتداولة
20000	النقدية	44000	الدائنون
60000	الاستثمارات المتداولة	60000	القروض المصرفية
80000	المدينون	16000	مصاريف مستحقة الدفع
120000	المخزون	120000	مجموع الخصوم
280000	مجموع الأصول المتداولة		مطلوبات طويلة الأجل
	الأصول الثابتة	280000	قروض طويلة الأجل
720000	مباني والآلات		حقوق الملكية
200000(-)	الإهلاك	380000	رأس المال المدفوع
700000	صافي الأصول الثابتة	200000	الأرباح المحتجزة
980000	مجموع الأصول	980000	إجمالي الخصوم وحقوق الملكية

وفيما يلي قائمة الدخل لشركة بغداد كما هي في 31/ 12/ 2006

البيان	الرصيد
المبيعات	1200000
كلفة البضاعة المباعة	1032000
مجمل الربح	168000
نفقات التشغيل	
مصروفات التوزيع	28800
مصروفات إدارية	36000
مصاريف أخرى	11200
مجموع نفقات التشغيل	76000
الربح قبل الضرائب والفوائد (التشغيلي)	92000
إيرادات أخرى	6000
الربح قبل الضرائب والفوائد	98000
فوائد القروض	18000
صافي الربح القابل للتوزيع	80000

المطلوب: اعداد النسب التالية:-

نسب السيولة، نسب الربحية ، نسب الكفاءة ونسب المديونية؟

السؤال الثاني:-

في 1/ 1/ 2006 بدأت شركة الرازي باصدار 50000 سهم عادي قيمته الاسمية دينار واحد نقدا"،وفيما يلي الميزانية العمومية المقارنة بين اول المدة وآخر المدة:

الميزانية العمومية لشركة الرازي المقارنة

الأصول	200 /12 /631	61/1/200	
النقد	34000	30000	
الذمم المدينة	30000	38000	
الالات	11000	10000	
المجموع	74000		

المطلوبات وحقوق المساهمين	631/12/200	6/1/1/2001	
الدائنون	4000	3000	
الرواتب مستحقة الدفع	5000	4000	
اسهم عادية	20000	20000	
ارباح محتجزة	3000	2500	
المجموع	74000		

قائمة الدخل في 2006 /31/12

المبيعات	85000
كلفة المبيعات	30000
مصروفات التشغيل	45000
الربح قبل الضرائب	10000
صافي الربح بعد الضرائب	3500

وقد حصلت على المعلومات:

وزعت الشركة أرباح نقدية خلال السنة بمقدار 150 دينار.

اشتريت الآلات في نهاية السنة ولم يحسب عليها اندثار.

المطلوب:- إعداد قائمة التدفق النقدي للشركة المذكورة بالطريقة غير المباشرة؟

السؤال الثالث:-

فيما يلي قائمتي المركز المالي المقارنة والدخل لشركة التوبة للسنة المالية 2007

المطلوب: استخرج قائمة التدفق النقدي بطريقة الأسلوب المباشر وغير المباشر؟

قائمة المركز المالي المقارنة كما هي عليه في 31/ 12/ 2007

البيان	2006	2007	التغير
النقد	1500	1300	(300)
الذمم المدينة	300	300	-
المخزون	9000	10000	1000
المصاريف المدفوعة مقدما	200	300	200
أجمالي الموجودات المتداولة	11000	11900	900
استثمارات	2000	2000	-
الآلات والمعدات	11200	12300	1200
الاستهلاك	8000	8300	300
صافي الموجودات الثابتة	3200	4000	900
براءة الاختراع	-	450	450
مجموع الموجودات	16200	18350	2150
الدائنون	4300	3500	(800)
أوراق الدفع	900	3800	2900
رواتب مستحقة الدفع	3800	3100	(700)
أقساط الديون طويلة الأجل	500	500	-
مجموع المطلوبات المتداولة			
السندات	11200	10700	(500)
الأسهم العادية	2100	2100	-
أرباح محتجزة	5700	9400	3700
مجموع حقوق الملكية	7800	11500	3700

قائمة الدخل كما هي عليه في 31/ 12/ 2007

صافي المبيعات	800000
كلفة المبيعات	550000
مجمل الربح	250000
مصاريف البيع	20000
المصاريف الإدارية	10000
الاستهلاك	30000
صافي دخل العمليات	190000
الفوائد	50000
صافي الربح قبل الضريبة	140000
الضرائب	40000
صافي الربح	100000
الأرباح الموزعة	50000

الفصل الثالث

العائد والخطر

العائد على الاستثمار

الخطر (Risk)

1- الخطر الخارجي (مصادر المخاطر المنتظمة)

2- الخطر الداخلي

علاقة العائد بالخطر

طرق احتساب درجة الخطر

الفصل الثالث

العائد والخطر

العائد على الاستثمار(Return On Investment)

العائد عبارة عن مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، اما الربحية فتعني الاستثمار في أصول تولد اكبر قدر ممكن من العائد مع خفض التكلفة،وهذا يعني ان العائد هو مقدار الاموال المضافة الى رأس المال الاصلي، والعائد قد يكون على شكل عوائد فعلية اوعوائد متوقعة لا تتصف بدرجة التاكد الكامل اوعوائد مطلوبة يرغب المستثمر بتحقيقها مستقبلا، وينجم عن كل استثمار عائد وقد يكون هذا العائد إيجابي أو سلبي، اذ ان الزمن يعد المتغير الذي يخلق التوازن بين الرغبة في تحقيق العائد المتوقع والقدرة على تحمل الخطروترتبط نسبة نجاح الإستثمارات بدرجة الخطر التي تتعرض لها، وعليه نقول لكل إستثمار درجة من الخطر والعلاقة طردية بين العائد والمخاطر، أي كلما زاد العائد زادت الخطر،وعلى المستثمر ان يختار الموازنة بين العائد والمخاطر،اي يحدد العائد المتوقع الحصول عليه ويخلق لديه الرضا وفقا لدرجة الخطر المقبولة من قبله،ووفقا لذلك يعد العائد احد اهم متغيرات العملية الاستثمارية لانه يحدد معدل الزيادة في الثروة التي يطمح اليها المستثمر،بمعنى آخر ان المستثمر يهتم بمقدار القيمة المضافة(Added Value) التي يعبر عنها معدل العائد الذي يحسب بمقدار التغير في ثروة المستثمر خلال فترة معينة من الزمن،ويستخرج هذا المعدل بطرح ثروة المستثمر في نهاية المدة من ثروته في بداية المدة وقسمة الناتج على ثروة المستثمر في بداية المدة،وان العائد المناسب هو الذي لا يقل في مستواه عن مستوى الربح الذي تحققه

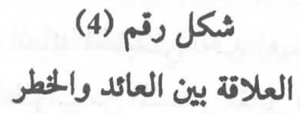
المشاريع المماثلة والتي تتعرض لنفس درجةالخطر، ان تحقيق العائد الملائم امر مهم للمحافظة على القيمة السوقية لثروة المستثمر بل والطموح نحو زيادتها.

يتم إنشاء المشاريع ابتداء" على أساس العائد المتوقع الحصول عليه سواء كان عائد إيجابي أو سلبي،وترتبط درجة النجاح في تحقيق العائد،على الانحرافات عن التقديرات بسبب اشكال المخاطر التي يتعرض لها المشروع،ولذلك هناك اتفاق على العلاقة بين العائد والمخاطر المحيطة بالمشروع،والعائد عبارة عن مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة،ان الربحية يعني الاستثمار في أصول تولد اكبر قدر ممكن من العائد مع خفض التكلفة،ويعد التدفق النقدي السنوي الداخل من أهم عناصر احتساب الربحية،ويتأثر كثيرا بعوامل متعددة مما يجعل عملية التقدير تواجه صعوبات في ضبط التدفقات النقدية الداخلة بسبب المتغيرات المتوقعة في حجم المبيعات واسعار البيع والحالة الاقتصادية وردود فعل العملاء ودرجة رضاهم وأذواقهم والمنافسين وتكاليف التشغيل.

ان قيمة أي مشروع يعتمد على العوائد المتوقع الحصول عليها ودرجة الخطر التي تتعرض لها هذه العوائد،ولكي نصل إلى الاستثمار الأفضل يتطلب الأمر حساب العائد والمخاطر،وطالما ان العوائد تختلف في أوقات تحققها فيتحتم علينا معالجتها بمعدل خصم معين(Discount Rate) اوبمعدل العائد المطلوب تحقيقه، ان معدل الخصم المختار يتضمن المخاطر التي يتعرض لها التدفق النقدي للفترة المطلوب قياسها والتي تؤدي إلى انحراف التقديرات عن الواقع ،ومن هنا نتوصل إلى العلاقة الفعلية بين العائد والمخاطر،وهناك علاقة طردية بين العائد والمخاطر، فكلما زاد العائد المتوقع زادت المخاطر المحيطة ولكي يحصل المشروع على عائد مرتفع عليه ان يتحمل المزيد من المخاطر.

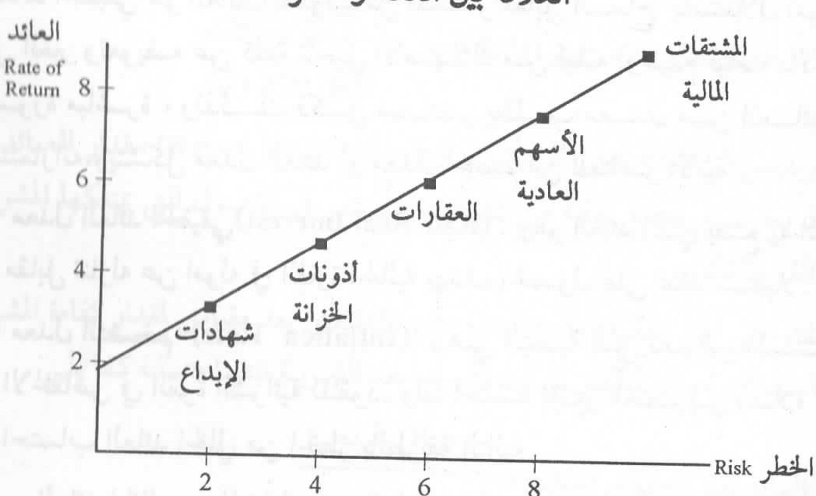
ان معدل العائد المطلوب يتضمن معدل العائد الحقيقي ومعدل التضخم والخطر التي يتعرض لها التدفق النقدي خلال زمن الاستثمار، والتي تؤدي إلى انحراف التقديرات للعوائد عن واقع تحققها،ولكي يحصل المشروع على عائد مرتفع عليه ان يتحمل المزيد من المخاطر.

والشكل أدناه يبين لنا العلاقة بين العائد والخطر في المشروع:-



شكل رقم (4)

العلاقة بين العائد والخطر



ويعد صافي التدفق النقدي السنوي من أهم عناصر المؤثرة على تحقيق الربحية،ويتأثر هذا التدفق بعوامل متعددة مما يجعل من عملية التقدير تواجه صعوبات في ضبط التدفقات النقدية الداخلة والخارجة بسبب المتغيرات غير المتوقعة ،حيث تحقق جميع الإستثمارات عائد سواء كان العائد مطابقاً للتقديرات المتنبأ بها أو أقل، وترتبط دقة العائد المتوقع بدرجة الخطر، ولكل مشروع درجة من الخطر، والعلاقة بين العائد والخطر هي علاقة طردية كما يبينها الشكل رقم (4) إذ يبين لنا الخط العمودي العائد والخط الأفقي الخطر، فكلما زاد العائد زاد الخطر وتتنوع الإستثمارات حسب درجة الخطر التي تتعرض لها عوائدها، فهناك استثمارات ذات درجة خطر منخفضة او خالية من الخطر كالإستثمار في سندات الحكومة ، واستثمارات ذات درجة مخاطر مرتفعة مثل الأسهم العادية لارتباط عوائدها بالمستقبل وبظروف غير موكدة ، وهناك استثمارات ذات مخاطر متوسطة مثل سندات الشركات المضمونة والتي تمنح الأولوية في الحصول على الإيراد، ومن الصعوبة تحديد دقة العائد المتوقع الحصول عليه من الإستثمار،

ولكن من الممكن أن نضع إطار للتوزيع الإحتمالي لهذا العائد الذي يساعد على تقدير العائد المتوقع وكذلك تقدير المخاطر المحيطة بهذا العائد.

ويعد احتساب معدل العائد الحقيقي احد اهداف ادارة الاستثمار ونقصد بالعائد الحقيقي هو العائد المطلوب من المستثمر مقابل السماح باستغلال امواله من قبل الغير وتعويضه عن كلفة تاجيل الاستهلاك من قبله اوعدم قيامه بالاستثمار بصورة مباشرة ، ولذلك فكل مستثمر يطلب معدل من العائد على استثماراته،ويتشكل معدل العائد أو معدل الخصم من العناصر الاتية:-

1- **معدل العائد الحقيقي(Rate Real Interest)** : وهو العائد الذي يقتنع به المستثمر مقابل تنازله عن اموله في الفترة الحالية بهدف الحصول على عائد مستقبلا.

2- **معدل التضخم (Inflation Rate)**: وهي النسبة التي تعوض المستثمر عن الانخفاض في القوة الشرائية للنقود، واذا اخذنا تاثير العنصرين اعلاه فيمكن احتساب العائد الخالي من الخطر بالطريقة التالية

العائد الخالي من المخاطر= نسبة العائد الحقيقي+ نسبة التضخم

RF= Real .Int + Inflation rate

3- **علاوة الخطر (Risk Premium)**: وهو مقدار ما يدفعه المقترض تعويضا عن المخاطر التي يمكن تتحقق على الاستثمار.

وهناك مجموعة من العوامل المؤثرة على العائد منها فترة الاستحقاق وخطر عدم الوفاء ومدى امكانية تسييل الاداة الاستثمارية في الوقت المناسب وحجم المخاطر التي يتعرض اليها العائد وقابلية الاداة الى الاستدعاء و معدل الضريبة التي تتحملها الاداة الاستثمارية، اضافة الى التكاليف الغارقة (Sunk Cost) التي هي عبارة عن كلفة البحوث والدراسات والاستشارات التي يتحملها المستثمر عند البحث عن الفرصة الاستثمارية المناسبة ، وكلفة الفرصة البديلة لاستخدام الموارد المتاحة ومعدل التضخم المتوقع اي ان يكون معدل الخصم متضمنا لمعدلات التضخم المتوقعة، وعلى المستثمر ان يحلل كل عنصر مؤثر على العائد بهدف تحديد مقدار العائد ودرجة الخطر التي تتعرض لها الاسعار.

ويمكن قياس العائد باستخدام النسب المالية فيتم استخراج نسبة العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية وعائد الاحتفاظ بالاسهم في حالة استخدام المحفظة المالية من قبل المستثمر ووفق المعادلات التالية:-

1- العائد على الاستثمار(ROI) = $\frac{\text{صافي الربح}}{\text{أجمالي الأصول}}$

ويقيس لنا العائد على الاستثمار (Return On Investment) مقدار العائد أي صافي الربح الذي نحصل عليه من كل دينار مستثمر في الأصول التي يمتلكها المشروع خلال الفترة المالية.

2- العائد على حق الملكية (Return On Equity) الذي يعد مقياس لمقدار كفاءة المشروع في استغلال أموال المالكين لتوليد الأرباح بعد الضريبة فيتم احتسابه كما يلي:

العائد على حقوق الملكية = $\frac{\text{صافي الربح}}{\text{حقوق الملكية}}$

3- عائد فترة الاحتفاظ (Holding Period Yield)

ويقيس لنا العائد المتحقق من المحفظة الاستثمارية خلال فترة الاحتفاظ بالأوراق المالية، وتأخذ هذه العوائد على الاستثمار في الاوراق المالية اشكال مختلفة فمنها عبارة عن توزيعات الأرباح(Dividends) في حالة كون الأصول عبارة عن حقوق ملكية،وعلى شكل فوائد(Interst) اذا كانت الأصول عبارة عن أدوات دين، ويضاف إليها الأرباح الرأسمالية (Capital gains) الناتجة عن الفرق بين سعر الشراء وسعر بيع الأصول المالية، ويمكن احتساب العائد كما يلي:-

$$HpR = \frac{\text{Ending Value of Investment}}{\text{Beginning Value of Ivestment}}$$

HPY= HPR- 1

مثال:-

تم استثمار مبلغ 400 دينار في بداية عام 2004 وفي نهاية العام استلم المستثمر 440 دينار ، بين العائد على فترة الاستثمار؟

$$HPR = \frac{440}{400} = 1.4$$

$$HPY = 1.4 - 1 = 0.40 = 40\%$$

$$\text{عائد الاحتفاظ (HPY)} = \frac{\text{التدفقات الجارية + (سعر البيع – سعر الشراء)}}{\text{سعر الشراء}}$$

ويمكن اختصار المعادلة كما يلي :-

$$\frac{\text{أ} + (\text{س}_2 - \text{س}_1)}{\text{س}_1}$$

س_1 = سعر الشراء

س_2= سعر البيع

أ = الإيرادات الجارية السنوية

مثال:-

قرر أحد المستثمرين في1/1/2006 شراء أسهم شركة الرافدين بمبلغ 18 دينار للسهم وقام ببيعه في 31/12/2006 بمبلغ 18.500 دينار،وقد حصل المستثمر على مبلغ 0.600 دينار عن قيمة الأرباح الموزعة في نهاية السنة المذكورة.

المطلوب : بين مقدار العائد المتحقق عن عملية شراء وبيع السهم؟

$$\text{عائد الاحتفاظ بالسهم} = \frac{\text{أ} + (\text{س}_2 - \text{س}_1)}{\text{س}_1}$$

$$(18.000 - 18.500) + 0.600$$

$$\frac{1.1}{18} = \frac{0.500 + 0.600}{18}$$

العائد على السهم = 0.172 أو 17.2٪

4- عائد المحفظة الاستثمارية:

المحفظة الاستثمارية تضم مجموعة من الأدوات الاستثمارية المتنوعة وتساهم كأداة استثمارية في جزء من رأسمال المحفظة ولها عائد محدد ويمكن حساب جزء من رأسمال المحفظة الاستثماري كما يلي:

عائد المحفظة الاستثمارية = ∑و × ع

$$\hat{K}_P = \sum wi.\hat{k}i$$

حيث أن:

K = عائد المحفظة.

w = الوزن النسبي للأداة في المحفظة

مثال:

تتكون محفظة استثمارية من الأدوات التالية:

الأداة	المبلغ	العائد	الوزن النسبي	عائد المحفظة
أسهم عادية	9000	٪20	٪60	٪2
سندات	4500	٪8	٪30	0.024
أسهم ممتازة	٪500	٪10	٪10	0.01
				٪15.4

∴ عائد المحفظة الاستثمارية = ٪15.4

الخطر (Risk)

هو احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع أو هو درجة التغير في العائد مقارنة بالمردود المتوقع الحصول عليه نتيجة لتاثير عناصر متعددة تساهم في الابتعاد عن تحقيق قيمة التدفقات، وتكون العلاقة بين العائد والخطر علاقة طردية فكلما كان التغير في العائد اكبر كان الخطر أعلى ومصادر الخطر متعددة ولكنها تصنف الى مصادر خطر خارجية ومصادر خطر داخلية.

أنواع الخطر:

يمكن أن نصنف الخطر الذي يتعرض له المشروع إلى خطر داخلي وخطر خارجي كما يلي:

أولاً: الخطر الخارجي (مصادر المخاطر المنتظمة) : -

وهو الخطر الذي يأتي من البيئة المحيطة بالمشروع وخاصة الاقتصادية وتكون بعيدة عن تأثير قرارات الإدارة او الإدارة المالية للمشروع،ومصادرها متنوعة أهمها التغير في أسعار الفائدة واختلاف القوة الشرائية للعملة بسبب التضخم النقدي والدورات الاقتصادية التي يمر بها الاقتصاد من رواج وانكماش، وطبيعة العلاقة الخارجية مع الدول الأخرى والاتفاقيات الدولية والأداء الاقتصادي المحلي والدولي وطبيعة القوانين والأنظمة الضريبية، والكوارث الطبيعية والاضطرابات السياسية.ويقدر تأثير مصادر الخطر الخارجية على التدفقات النقدية للمشروع بحدود 35 – 50٪ من المخاطر الكلية التي تتعرض هذه التدفقات ويمكن عرض توصيف مختصرة عن مصادر الخطر الخارجي:-

1– معدلات أسعار الفائدة (Interest Rate):

يعرف سعر الفائدة بأنه النسبة المئوية أو المبلغ المستحق على مبلغ معين اقترض لفترة زمنية محددة وسعر الفائدة هو الأداة النقدية الرئيسية لتحقيق الاستقرار

النقدي ولذلك يعمل البنك المركزي على تحييد التأثيرات الخارجية قدر الإمكان حتى تلعب السياسة النقديه دورها المطلوب في استقرار الاقتصاد.

ويلعب معدل الفائدة دوراً جوهرياً في التمويل من جانبين الأول أن الفائدة تعد أساس للقرارات المالية الهامة مثل اتخاذ القرار الاستثماري واختيار الأداة الاستثمارية الملائمة.

والجانب الثاني هو تحديد هيكل رأس المال وكلفته إذ أن سعر الفائدة يمثل سعر المال أو ثمن تأجيل الاستهلاك .

عليه يمكن تعريف الفائدة بأنها ما استحق على مبلغ ما اقترض لفترة معينة غالباً ما تكون سنة ، وأن سعر الفائدة عندها يمثل قيمة مبلغ الفائدة المدفوع نسبة إلى المبلغ المقترض.

تلعب معدلات اسعار الفائدة دورا اساسيا في توجيه قرارات الاستثمار ويتأثر معدل اسعار الفائدة بمقدار الاستهلاك والادخار على مستوى الاقتصاد الوطني ويعتمد الاستهلاك والادخار على مستوى الدخل الفردي أيضا كما يتأثر ويؤثر معدل أسعار الفائدة على كلفة وانتاجية الاستثمار ونقصد بذلك متوسط العائد على الاستثمار فكلما كان متوسط العائد على الاستثمار مرتفع كلما أدى الى مطالبة المستثمر بربح أكبر وهكذا .

إن هذه المتغيرات ترتبط أيضا بالتغير في سعر الفائدة ارتفاعا" وانخفاضا" وبالتالي فإن اختيار الأدوات الاستثمارية تتأثر بالتغيرات الناجمة بمعدل اسعار الفائدة في السوق .

ان قيمة السندات تتأثر بسعر العائدة في السوق بعلاقة عكسية فارتفاع أسعار الفائدة في المصرف مقارنة بفائدة السند يؤدي الى انخفاض الطلب على السندات وتوجه المستثمرين نحو الايداع في المصرف وهذا سيودي الى انخفاض قيمة السندات، إن ذلك معناه أن السندات تتأثر بالتغيرات الحاصلة بأسعار الفائدة أي أن العوائد الحقيقية (التدفقات النقدية) الناتجة عن الاستثمار في السندات سوف تنخفض وهذا يعني أن معدل اسعار الفائدة يعتبر أحد مصادر الخطر على الأدوات الاستثمارية

المتاحة في السوق وخاصة تلك الأدوات الثابتة الدخل مثل السندات والأسهم الممتازة .

مثال

إذا كان لدينا سند بقيمة 100 دينار وبمعدل فائدة 5٪ وأن مدة الإستثمار سنة واحدة.

المطلوب: بين العائد على الإستثمار إذا تم بيع السند بنهاية العام بمبلغ 150دينار كنتيجة لانخفاض معدل الفائدة السائد في السوق إلى 3٪

الارباح لسنة واحدة 100 × 5٪ = 5دنانير

اجمالي الأرباح ((150 – 100) + 5) / 100 = 55٪

لو فرضنا أن قيمة السند انخفضت لتصبح 80 دينار على أثر ارتفاع معدل الفائدة إلى 5٪، ما هو العائد على السند؟

اجمالي الأرباح ((80 – 100) + 5) / 100 = -15 ٪.

إن المصدر الأساسي لارتفاع الربح الناجم عن الإستثمار في السندات هو ارتفاع سعر السند نتيجة للتغير في معدل الفائدة في السوق وهذا يعني أن الأوراق المالية ذات الدخل الثابت أكثر تعرضاً لخطر التغير في سعر الفائدة، ولمعالجة الخطر الناجم عن الإستثمار في الأوراق المالية ذات العائد الثابت يذهب بعض المستثمرون إلى تخفيض فترة الإستثمار أي التوجه نحو الإستثمار في السندات قصيرة الأجل على اعتبار أنها أقل تعرضاً للتقلبات في اسعار الفائدة من السندات طويلة الأجل، ومن عيوب هذه المعالجة أنها تؤدي إلى القيام بسلسلة من إعادة الإستثمار وبمعدلات عائد مختلفة قد لا تكون نتائجها إيجابية وعليه يمكن القول بأنه لا يمكن التخلص من خطر تقلب أسعار الفائدة بسهولة.

2- انخفاض القوة الشرائية للنقود:

تتأثر الادوات الاستثمارية المختلفة بخطر الانخفاض في القدرة الشرائية للنقود نتيجة ارتفاع معدلات التضخم في الاقتصاد وأكثر الأدوات الاستثمارية تتأثر بهذه

المخاطر هي الأدوات التي تتمتع بمعدلات فائدة ثابتة كالوديعة الثابتة في المصرف أو حسابات التوفير او الاستثمار في السندات .

أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي الى رفع معدل الخصم فتنخفض القيمة الحقيقية للأصول المتاحة لدى المستثمرين فالسندات التي قيمتها مليون دينار وتم شراؤه عام 1994 وتستحق الدفع بعد 10 سنوات 2004 فإن حامل هذا السند يحصل على مبلغ مليون دينار في نهاية السنة العاشرة بغض النظر عن ارتفاع او انخفاض القدرة الشرائية للنقود ومعدلات التضخم ، ولذلك تعمل إدارة الاستثمار في حالة وجود مثل هذه المخاطر الى البحث عن ادوات استثمارية لا تتاثر كثيرا بخطر انخفاض قيمة النقد ، كالاستثمار في الأسهم التي تتصف عوائدها بالاستجابه لظروف التضخم فمن الممكن أن ترتفع قيمة الأسهم بنفس نسبة التضخم وكذلك ربحية السهم.

3- مخاطر السوق:

وهي إحدى المخاطر التي تتعلق بالأحداث التي تؤثر على جميع الأدوات الإستثمارية المتاحة في السوق وتكون هذه الأحداث غير متوقعة وعادةً تنشأ نتيجة للإتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على السوق المالي وسوق رأس المال لأسباب اقتصادية، سياسية أو اجتماعية في بلد ما أو في البلدان التي ترتبط مع بعضها بعلاقات اقتصادية تبادلية بنسبة كبيرة من قيمة تعاملاتها الخارجية على سبيل المثال التحولات الإقتصادية والسياسية في أوروبا الشرقية أثرت كثيراً على أسواق هذه البلدان وعلى أسواق البلدان الأخرى مثل روسيا، ان هذا النوع من الخطر لا يمكن السيطرة عليه من قبل المشروع.

ثانياً: الخطر الداخلي:

هي مصادر الخطر التي تظهر من داخل المشروع واهمها خطر المديونية المرتبط بالتمويل من مصادر خارج المشروع والائتمان التجاري الممنوح الى العملاء ودرجة السيولة التي تتمتع بها عناصر الموجودات والخطر التشغيلي الناتج عن تاثير

نسبة مساهمة الأصول الثابتة في راسمال المشروع وطبيعة رأس المال والقدرة على الوفاء بالالتزامات ويمكن إعطاء توصيف ملخص لهذه المصادر وكما يلي:-

1- الخطر التمويلي ويرتبط بنوعية التمويل وعلى العموم ان زيادة نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المستثمرة يعني ان الشركة تتحمل خطر دفع كلفة نقدية ثابتة بصورة دورية بغض النظر عن تقلب العوائد.

2- خطر الائتمان(Credit Risk) هو الخطر الناجم عن التوسع في منح الائتمان التجاري ويزداد بزيادة الذمم المدينة الممنوحة إلى العملاء،وتاتي هذه المخاطر نتيجة عدم القدرة على تسديد الذمم المدينة للمشروع أو التأخر في تسديدها، وتقاس بمقدار المبالغ المخصصة للديون المشكوك في تحصيلها و تقدر قيمتها عادة بنسبة من الذمم المدينة وتصبح خطر فعلي عندما تتحول الى ديون معدومة.

3- خطر السيولة(Liquidity Risk) وهي قدرة المشروع على تحويل عناصر الموجودات المتداولة الى سيولة لتسديد الالتزامات المترتبة عليه أي عدم إمكانية ألا يفاء بالالتزامات في مواعيدها، ويكون قياسها بكلفة الاقتراض بشروط متشددة ومعدلات الفائدة المرتفع على القروض مع احتمال مواجهة خطر الإفلاس.

4- خطر التشغيل (Operation Risk) وهي تلك المخاطر الناجمة عن ارتفاع مصاريف التشغيل عن معدلاتها المتوقعة، ويؤثر ذلك التغيير على صافي الدخل وقيمة المشروع، والمخاطر التشغيلية قد تكون ناجمة عن طبيعة القطاع والطلب على المنتجات والتطور التكنولوجي ومستويات الأسعار والتكاليف .

5- خطر رأس المال أو سداد الالتزامات (Capital Or Solvency Risk) وتعني عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات عندما تنخفض القيمة السوقية لاصول المشروع إلى مستوى اقل من القيمة السوقية لهذه الالتزامات ، وترتبط بهذه المخاطر جودة الأصول ومخاطر التشغيل والسيولة ومقدار الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة والمخاطر الخارجية.

أي ان التدفقات النقدية الداخلية والخاصة بمدفوعات خدمة الدين والمشتريات تكون غير كافية لمواجهة التدفقات النقدية الخارجية الملتزم بها كنفقات التشغيل واستحقاقات الديون.

وهناك مخاطر أخرى مثل مخاطر أسعار الصرف أي تحويل العملة الأجنبية إلى العملة المحلية عندما لا يمكن التنبؤ بأسعار التحويل أو نظرا" لتغيرها باستمرار،ومخاطر البلد و تتمثل في الخسارة الأساسية للفائدة أو رأس المال المقترض دوليا بسبب رفض سداد المدفوعات في تاريخ الاستحقاق.

علاقة العائد بالخطر(Return Risk)

ان قبول المستثمر بالعائد مرتبط بسلوكه تجاه الخطر الذي يتعرض له ولذلك فلكل مستثمر تفضيل لدرجة الخطر (Risk Preference) فهناك المستثمر المتجنب للخطر (Risk Averse) وهو السلوك الذي يربط بين زيادة العائد وارتفاع درجة الخطر، أما المحايد للخطر (Risk Indifferent) وهو السلوك الذي لا يربط بين العائد والخطر أي ان الزيادة في العائد لا يتطلب زيادة في الخطر، والمستثمر المحب للخطر (Risk Seeker) وهو السلوك الذي يمكن قبول نقصان في العائد مقابل الزيادة في الخطر، ان ذلك يعني ان الخطر هو احتمالي أي يرتبط بمقدار انخفاض العائد الحقيقي عن العائد المتوقع، والعائد المتوقع هو الذي يقبل به المستثمر لقاء الخطر الذي يتحمله، ولذلك يحسب من حاصل ضرب العائد المتوقع الحصول عليه في احتمال تحقق هذا العائد.

مثال :

يرغب أحد المستثمرين استثمار مبلغ 800 دينار وقد عرض عليه بديلين ليختار أحدهما فكان البديل الأول شراء سندات مضمونة صادرة عن شركة عريقة بفائدة 5٪ ، والبديل الثاني شراء اسهم شركة صناعات إلكترونية حديثة التأسيس.

ان احتساب العائد للبديل الأول يكون كما يلي:-

$$\frac{5}{100} \times 800 = 40$$ دينار.

أما احتساب العائد للبديل الثاني فيتطلب إدخال عنصر التنبؤ والتقدير لعدم وجود يقين في تحديد معدل العائد، ولكن إذا ما تحقق العائد فسيكون كبير ،وإذا لم يتحقق فستكون الخسارة كبيرة قد تصل إلى فقدان نسبة كبيرة من رأس المال،وعليه نتوصل إلى وجود علاقة بين العائد والمخاطر .

طرق احتساب درجة الخطر

ان مهمة المدير المالي قياس العائد ودرجة المخاطر لكل فرصة استثمارية من الفرص المتاحة و لغرض حساب العائد المتوقع لابد من معاملة العائد المتوقع باحتمال حدوثه باستخدام المعادلة التالية:-

القيمة المتوقعة للعائد $E_{(r)} = \quad r_i\, p_i$

الاستثمار $= \quad i$

القيمة المتوقعة للعائد = $E(r)$ القيمة

العائد $= \quad r$

الاحتمال $= \quad p$

مثال

اقترح المدير المالي تنفيذ مشروع لاستغلال الأموال المتوفرة لديه،وكانت العوائد المتوقعة من البديلين (أ، ب) كما يلي:

الحالة الاقتصادية	الاحتمال	العائد المتوقع أ	العائد المتوقع ب
الأسوأ	0.10	6000	4000
2	0.20	7000	6000
3	0.40	8000	8000
4	0.20	9000	10000
الأحسن	0.10	10000	12000

المطلوب:- احسب العائد المتوقع للبديلين المذكورين أعلاه مبينا البديل الأفضل وفق الاحتمالات المؤشرة إزاء كل منها ؟

القيمة المتوقعة للعائد للبديل أ= (6000×0.10) + (7000×0.20)(8000×0.40)

+ (9000×0.20) +(10000×0.10) =8000

القيمة المتوقعة للعائد للبديل ب= (4000 ×0.10) +(6000×0.20)

+(8000×0.40)+(10000×0.20)+ (12000×0.10) = 8000

يلاحظ مما ورد في النتيجة ان العائد للبديلين متساوي، ولكي يتم اختيار البديل الأمثل لابد من قياس مخاطر كل بديل وفيما يلي الطرق المستخدمة في قياس الخطر.

1- المدى (Range)

وهو المقارنة بين أكبر عائد وأقل عائد مما يعطينا فكرة عن المجال الذي تتذبذب به العوائد للبدائل المختلفة أي درجة التشتت بين أكبر تدفق نقدي وأقل تدفق نقدي متوقع للبديل المقترح، ولقياس المدى في مثالنا أعلاه يكون كما يلي:-

المدى للبديل الأول =العائد الأحسن - العائد الأسوأ

المدى للبديل الأول = 10000 –6000 = 4000 أي 40٪

المدى للبديل الثاني = 12000 – 4000 = 8000 أي 66.6٪

إذا كان المستثمر من النوع المحافظ سيتجنب المخاطر ويختار البديل الأول، لانه يحصل على عائد مقداره 8000 دينار وهو نفس العائد للبديل الثاني ولكن درجة الخطر اقل بسبب انخفاض درجة التشتت بين التدفقات النقدية.

2- الانحراف المعياري (Standard Deviation)

يقيس لنا درجة التشتت للبيانات حول وسطها الحسابي وبالنسبة إلى مثالنا أعلاه يبين لنا مقدار تشتت العوائد عن العائد المتوقع فكلما ازدادت درجة التشتت كلما ارتفعت درجة الخطر، ولاستخراج الانحراف المعياري يجب ان نستخرج وسطي العائد.

الانحراف المعياري للمشروع (أ)

العائد المتوقع	= الفرق	مربع الفرق	التباين
600	2000–	4000000	400000
1400	1000–	1000000	200000
3200	0	0	0
1800	1000	1000000	200000
1000	2000	4000000.	400000
8000		المجموع	1200000

الانحراف المعياري (درجة المخاطر) = 1095.4

الانحراف المعياري للبديل الثاني

العائد المتوقع	= الفرق	مربع الفرق	التباين
400	4000–	16000000	1600000
1200	2000–	4000000	800000
3200	0	0	0
2000	2000	4000000	800000
1200	4000	16000000	1600000
8000	-	المجموع	4800000

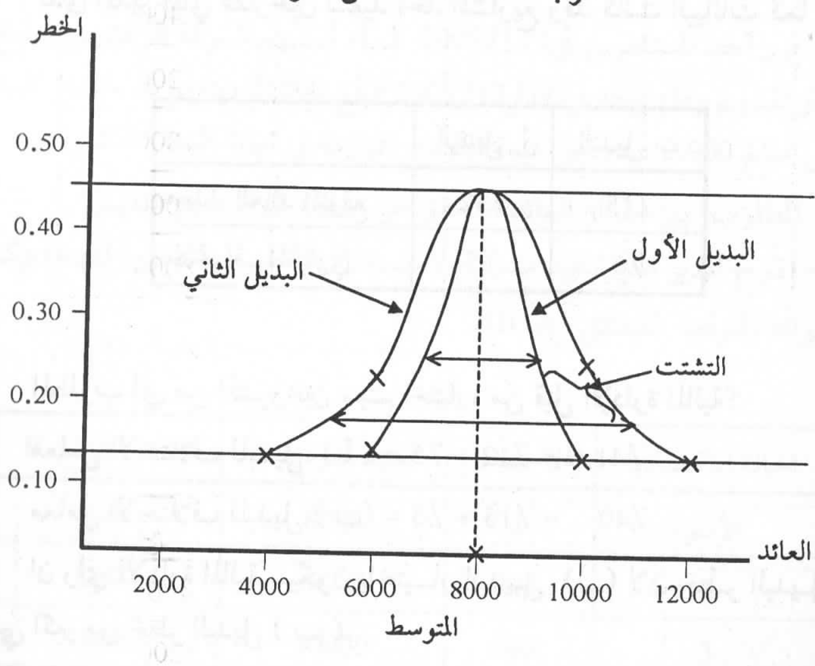
الانحراف المعياري (درجة الخطر) = 2190.8

يلاحظ ان الانحراف المعياري للبديل الأول اقل من الانحراف المعياري للبديل الثاني أي ان البديل الأول اقل خطر من البديل الثاني.

ويبين لنا الشكل رقم (5) ان البديل الأول اقل خطر من البديل الثاني اذ ان درجة تشتت العوائد للبديل الاول اقل من البديل الثاني.

شكل رقم(5)

درجة تشتت العائد عن المتوسط



3- معامل التغير (الاختلاف) (Coefficient Of Variation)

بسبب كون الانحراف المعياري مقياس مطلق للخطر فيتم استخدامه كأداة لقياس الخطر المطلق عندما تكون المشاريع ذات تدفقان نقدية متساوية ، أما عندما يكون هناك اختلاف في العوائد للبدائل المعروضة فيتم استخدام معامل التغير، وهو يعطي نسبية للخطر لكل وحدة عائد على الاستثمار الذي يستخرج بقسمة الانحراف المعياري على العائد المتوقع وكما يلي:-

$$CV = Q(r) / E(r)$$

CV = معامل التغير

الانحراف المعياري للعائد = Q (r)

العائد المتوقع =E (r)

مثال :

لدى المدير المالي مقترحين لتنفيذ أحد المشاريع وقد كانت البيانات كما يلي:-

	البديل أ	البديل ب
معدل العائد المتوقع	٪12	٪15
الانحراف المعياري	٪5	٪6

المطلوب أي من المشروعين سيتم اختياره من قبل الإدارة المالية؟

معامل الاختلاف للبديل (أ) = ٪5 ÷ ٪12 = ٪41.6

معامل الاختلاف للبديل (ب) = ٪6 ÷ ٪15 = ٪40

ان رأي الإدارة المالية سيكون باختيار البديل (ب) لان خطر البديل (أ) النسبي اكبر من خطر البديل (ب).

أسئلة الفصل الثالث

س1:- قرر أحد المستثمرين في1/1/ 2005 شراء أسهم شركة الرافدين بمبلغ 20 دينار للسهم وقام ببيعه في 31/ 12/ 2005 بمبلغ 21000 دينار،وقد حصل المستثمر على مبلغ 0.900 دينار عن قيمة الأرباح الموزعة في نهاية السنة المذكورة.

المطلوب: بين مقدار العائد المتحقق عن عملية شراء وبيع السهم؟

س2:- اقترح المدير المالي تنفيذ مشروع لاستغلال الأموال المتوفرة لديه، وكانت العوائد المتوقعة للبدائل (A، B).

الحالة الاقتصادية	الاحتمال	العائد المتوقع A	العائد المتوقع B
الأسوأ	020.	8000	6000
2	040.	6000	8000
3	060.	10000	10000
4	040.	12000	12000
الأحسن	020.	14000	14000

المطلوب:- استخرج درجة الخطر لكل بديل وأي منهما افضل حسب رأيك؟

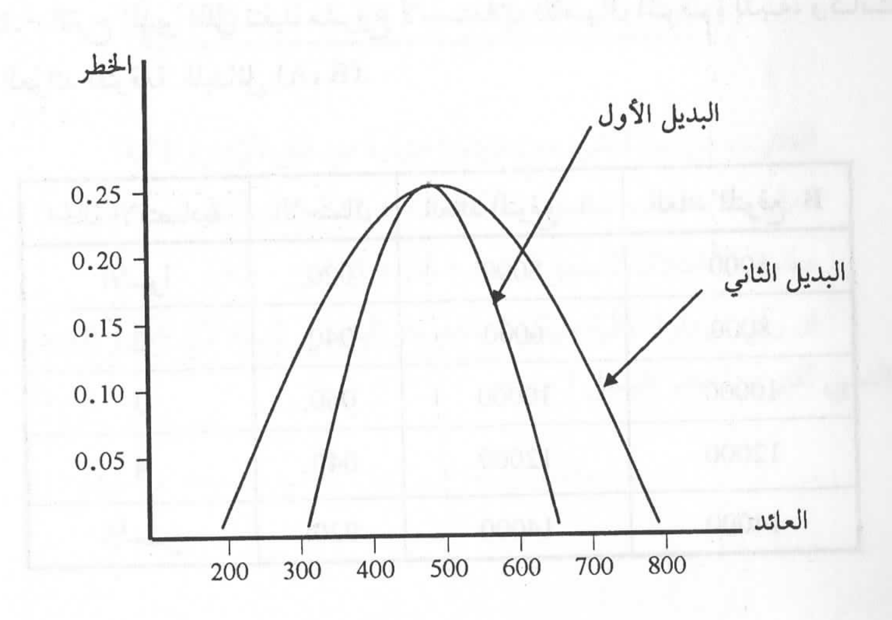
س3:- بين طبيعة المخاطر الخارجية والداخلية التي تتعرض لها التدفقات النقدية لمختلف المشاريع؟

س4:- لدى المدير المالي مقترحين لتنفيذ أحد المشاريع وقد كانت البيانات كما يلي

	البديل أ	البديل ب
معدل العائد المتوقع	٪10	٪14
الانحراف المعياري	٪4	٪5

المطلوب: أي من المشروعين سيتم اختياره من قبل الإدارة المالية؟

س5:- من الرسم المعروض جانبا بين أي من البديلين افضل ولماذا؟



الفصل الرابع

قيمة النقود

المقدمة

مفاهيم قيمة النقود

الفوائد البسيطة والمركبة

القيمة المستقبلية

القيمة المستقبلية للاستثمارات لدفعات متعددة

القيمة الحالية

استعمالات القيمة المستقبلية والقيمة الحالية للنقود

الفصل الرابع

قيمة النقود

المقدمة

يعد عنصر الزمن من العناصر التي يجب ان نأخذها بنظـر الاعتبـار عنـد تقييـم الاستثمارات، ويصور الاهتمـام بـالبعد الزمـني إلى اختـلاف توقيـت التدفقـات النقديـة الداخلة أو الخارجة إلى المشروع ،ونظرا لاختلاف قيمة التدفقات تبعا لتاريخ استحقاقها، فان المستثمر عادة يفضل التدفقات التي يحصل عليها الآن مقارنة بالتدفقات الـتي يحصـل عليها في المستقبل وذلك لسببين أساسيين، الأول هو كلفـة الفرصـة البديلـة الناجمـة عـن إمكانية إعادة استثمار الأموال الحالية وتحقيق أرباح إضافية،والسبب الثاني هـو اختـلاف قيمة النقود نظرا للمخاطر التي يتعرض لها الاسـتثمار، والجديـر بـالذكر ان دينـار اليـوم يختلف عن قيمته بعد مرور سنة أو اكثر،الأمر الذي يجعل المستثمر يذهب إلى دراسـة مـا يسمى بالتفضيل الزمني للنقود،وذلك لوجود تأثير كبير لتوقيت التدفقـات النقديـة علـى قيمة الموجودات ومعدل العائد.

مفاهيم قيمة النقود

ان قيمة النقود تلعب دورا كبير في نجـاح المشـروع ويمكـن التفرقـة بـين ثلاثـة مفاهيم لقيمة النقود هـي القيمـة الزمنيـة للنقـود والقيمـة الحقيقيـة للنقـود والقيمـة المتوقعة للنقود:-

1- القيمة الزمنية للنقود (Time Value of Money)

ان القيمة الزمنية للنقود هي عبارة عن معدل العائد الذي يتحقق من استثمار مبلغ من المال خلال فترة زمنية محددة وفي مجال آمن خال من الخطر،فاذا كـان لدينـا مبلغ 10000 دينارفي 2006/1/1 وتم استثماره في فرصة تحقق معـدل عـائد 10٪ في

نهاية السنة فعند حساب قيمة المبلغ المستثمر في نهاية السنة نجد ان المبلغ المستثمر يصبح 11000 دينار اي ان الثمن المدفوع نتيجة عدم استغلال مبلغ (10000)دينار هو 1000 دينار وهذا يعني ان القيمة الزمنية للنقود المحتفظ بها تبلغ 1000 وهذا يوصلنا الى معرفة القيمة المستقبلية للمبلغ المذكور الذي يحسب كما يلي:-

القيمة المستقبلية = القيمة الحالية + (معدل العائد × القيمة الحالية)

$$FV= PV(1+k)^n$$

$$FV= 10000(1+0.10) = 11000$$

ويمكن اشتقاق المعادلة التالية لاستخراج القيمة الحالية للمبلغ المتوقع الحصول عليه بعد مرور سنة:-

القيمة الحالية = القيمة المستقبلية FV ÷ (1+ معدل العائد)^ن

$$PV = \frac{FV}{(1+k)^n} \qquad PV = \frac{11000}{(1+0.10)} = 10000$$

ولغرض معرفة القيمة الحالية للنقود يتطلب اختيار معدل خصم مناسب يتلائم مع طبيعة الاستثمارات المقترحة والظروف الاقتصادية ومعدلات التضخم.

2- القيمة الحقيقية للنقود (Real Value of Money)

نقصد بالقيمة الحقيقية للنقود كمية السلع والخدمات التي نحصل عليها لقاء دفع وحدة نقدية واحدة ،ولذلك يرتبط دراسة هذا المفهوم بارتفاع الاسعار ومعدل التضخم ويمكن احتساب القيمة الحقيقية للنقود وفق الصيغة التالية:-

القيمة الحقيقية للنقود = (القيمة النقدية ÷ الرقم القياسي للاسعار) × 100

ومن هذه المعادلة يتبين تاثر القيمة الحقيقية بمقام النسبة اي كلما ارتفع الرقم القياسي للاسعار كلما انخفضت القيمة الحقيقية للنقود وترتبط القيمة الحقيقية للنقود بمعدلات التضخم لان الرقم القياسي للاسعار يتاثر باسعار السلع والخدمات بصورة عامة وبمعدلات التضخم بصورة خاصة.

مثال:-

يبلغ المبلغ المستثمر 10000 دينار ومعدل التضخم في الاقتصاد 8٪ وكان الرقم القياسي للاسعار في سنة الاساس 100٪ .

المطلوب: استخرج القيمة الحقيقية للمبلغ المذكور في حالة عدم استثماره خلال السنة الاولى ؟

القيمة الحقيقية للنقود = (10000 ÷ 108) × 100 = 9174 دينار

وهذا يعني ان القيمة الحقيقية لمبلغ 10000 دينار انخفضت بمقدار 826 دينار خلال هذه السنة بمعدل تضخم قدرة 8٪ في ذلك البلد.

3- القيمة المتوقعة للنقود (Expected Value of Money)

لمعرفة القيمة المتوقعة لاستثمار مبلغ معين في المستقبل غير الأكيد لابد من تحديد احتمال تحقق هذا العائد وان سبب عدم التأكد ومنح نسبة احتمالية اقل من 100٪ هو تاثر العوائد بدرجة الخطر نتيجة وجود عوامل غير متوقعة ولا يمكن السيطرة عليها، فإذا كان المبلغ المتوقع الحصول عليه 10000 دينار وان احتمال تحققه بنسبة 90٪ فان القيمة المتوقعة تتحدد على النحو الآتي:-

القيمة المتوقعة = الاحتمال × القيمة المستقبلية

$$E(v) = P.FV$$

القيمة المتوقعة = 90٪ × 10000 = 9000 دينار

الفوائد البسيطة والمركبة

الفائدة عبارة عن العائد الناتج عن استثمار الأموال،أي هي المقابل المادي الناجم عن التخلي عن راس المال للغير،ومعدل الفائدة هو العائد على استثمار وحدة راس المال في نهاية الفترة الزمنية،وبذلك فان مقدار الفائدة المستحقة يتوقف على ثلاثة عناصر هي المبلغ المستثمر ومدة الاستثمار ومعدل الفائدة،وعلى هذا الأساس فان قيمة الفائدة المستحقة تزيد بزيادة أحد العناصر الثلاثة المذكورة مع ثبات العنصرين الآخرين والعلاقة بينهما علاقة طردية.

الفائدة البسيطة

هي تلك الفائدة التي تحسب على مبلغ استثمار ثابت طيلة فترة الاستثمار،وعليه ان قيمة الفائدة المستحقة عن كل فترة زمنية تبقى ثابتة خلال المدة،فإذا كان راس المال المستثمر بمبلغ 10000 دينار لمدة 5 سنوات بمعدل فائدة سنوي 6٪،فان الفائدة المستحقة في نهاية السنة الأولى هي :-

10000×6٪= 600 دينار

وهو نفس المبلغ عن الفائدة المستحقة لكل سنة من السنوات الخمسة الأخرى من سنوات الاستثمار،وان مجموع الفوائد المستحقة في نهاية مدة الاستثمار = 600×5=3000 دينار، والتي تقاس كما يلي:-

الفائدة = المبلغ المستثمر × معدل الفائدة × المدة

وهنا يجب ان يتطابق معدل الفائدة المستخدم مع الفترة الزمنية للمدة المحسوبة،فإذا كانت مدة الاستثمار سنة فيجب ان يكون معدل الفائدة سنوي،فإذا كانت مدة الاستثمار بالأيام فان المدة بالسنوات تحسب كما يلي:-

= عدد الأيام / 360 ، وإذا كانت بالأشهر = عدد الأشهر / 12

الفائدة المركبة (Compound Interest)

هي تلك الفائدة التي يتم احتسابها في نهاية السنة بعد إضافة المبلغ المستثمر إلى قيمة الفائدة المتحققة وهكذا على طول فترة الاستثمار،ويصبح أجمالي المبلغ المستثمر في نهاية الفترة عبارة عن المبلغ المستثمر في أول السنة مضافا أليه مقدار الفوائد المتحققة على طول فترة الاستثمار، وتكون عناصر الفائدة المركبة عبارة عن المبلغ المستثمر في أول المدة (Principal)، ومدة الفائدة المركبة وهو عبارة عن عائد وحدة النقد في نهاية فترة استثمار ويمكن حسابها وفق المعادلة التالية:

$$I = a \{(1 + i)^n - 1\}$$

معدل الفائدة المركب = i

المبلغ المستثمر = a

فترة الاستثمار = n

مثال

تم استثمار مبلغ 10000 دينار خلال مدة 10 سنوات بمعدل فائدة 5 ٪سنويا .

المطلوب:- احتساب الفائدة المركبة للاستثمار المذكور ؟

$$I= a \{(1+ I)^n - 1\}$$

$$I= 10000 \{(1+ 0.05)^{10} - 1\}$$

$$I = 10000 \{(1+ 0.05)^{10} - 1\}$$

$$I = 10000 [\{1.6288946\} - 1]= 10000(0.6288946)$$

$$I = 6288$$

القيمة المستقبلية (Future Value)

هي تلك العملية التي نتوصل من خلالها إلى تحديد مقدار التدفقات النقدية المستقبلية النهائية في حالة كون الفائدة مركبة، وينعكس ذلك على العائد الذي يصبح مركب أيضا في حالة إضافة المبلغ المستثمر إلى قيمة الفائدة المتحققة، والعائد المركب

يحسب بإضافة الفائدة إلى المبلغ الأصلي في نهاية كل سنة وتحسب الفائدة بعد الإضافة.

ويمكن حساب القيمة المستقبلية بطريقتين حسب طبيعة الدفعات وكما يلي:

1- القيمة المستقبلية لدفعات متساوية

هي سلسلة التدفقات المتساوية التي تدفع خلال فترات ثابتة لعدد من السنوات وعادة تدفع في نهاية الفترة الزمنية المتفق عليها ،بمعنى آخر ان الفائدة على المبلغ المستثمر التي تحسب في نهاية كل مدة الاستثمار ستضاف إلى اصل المبلغ المستثمر في السنة السابقة لكي نحصل على قيمة استثمار جديد للفترة القادمة.

أي ان أجمالي المبلغ المستثمر في نهاية كل سنة هي عبارة عن المبلغ المستثمر الأصلي في أول المدة زائدا فائدة السنة التي استثمر بها،وبذلك تكون الفائدة البسيطة والمركبة عبارة عن عائد على راس المال المستثمر ويكونان متساويتين في نهاية السنة الأولى من الاستثمار،والفرق بينهما ان الفائدة البسيطة تبقى ثابتة طيلة فترة الاستثمار في حين ان الفائدة المركبة تتزايد نتيجة ارتفاع مبلغ راس المال المستثمر بعد إضافة الفائدة عليه في نهاية كل سنة،وهذا يعني عدم ثبات قيمة الاستثمار الذي تحسب عليه الفائدة ويمكن قياس الفائدة المركبة كما يلي:-

$$I = a\{(1+i)_n^n - 1\}$$

a= المبلغ المستثمر

I= معدل الفائدة المركبة

n= الفترة الزمنية

مثال :-

استثمر مبلغ 10000 دينار لمدة 5 سنوات بفائدة 10٪ سنويا .

المطلوب:- احسب الفائدة المركبة على المبلغ المذكور؟

$$I = a\{(1+I)^n - 1\}$$

من جداول القيمة المستقبلية في نهاية الكتاب نستخرج القيمة المركبة لفائدة 10٪ خلال 5 سنوات.

$$I = 10000\{(1+0.10)5-1\}$$

$$I = 10000\{1.61051-1\}$$

$$I = 6105.1$$

ويمكن استخراج النتيجة بالجدول التالي

السنة	اصل المبلغ	فائدة الفترة	الفوائد المجمعة	القيمة المستقبلية
الأولى	10000	1000	1000	11000
الثانية	11000	1100	2100	12100
الثالثة	12100	1210	3310	13310
الرابعة	13310	1331	4641	14641
الخامسة	19641	1964.1	6105	16105

2- القيمة المستقبلية لدفعات متعددة

يتم حساب القيمة المستقبلية لمجموعة من المبالغ المستثمرة في تواريخ متعددة،من خلال حساب القيمة المستقبلية لمجموعة الودائع التي تضاف إلى المبلغ الأصلي في أوقات متعددة،فلو فرضنا أن أحد المستثمرين أودع في المصرف في نهاية كل سنة المبالغ التالية:-

السنة الأولى	1000 دينار
السنة الثانية	1500 دينار
السنة الثالثة	2000 دينار
السنة الرابعة	2500 دينار
السنة الخامسة	3000 دينار

ولمدة خمسة سنوات، فمـا هـو المبلـغ الـذي يحصـل عليـه في نهايـة السـنوات المذكورة؟

لغرض حساب القيمة المستقبلية سنقوم بإضافة الفائدة على المبلغ المستثمر في السنة الأولى لمدة أربعة سنوات،والمبلغ في السنة الثانية لمدة ثلاث سنوات والمبلغ في السنة الثالثة لمدة سنتين والمبلغ في السنة الرابعة لمدة سنة واحدة،أما المبلغ المودع في السنة الخامسة فلا يتم احتساب الفائدة عليه ويمكن التوصل إلى النتيجة كما يلي:-

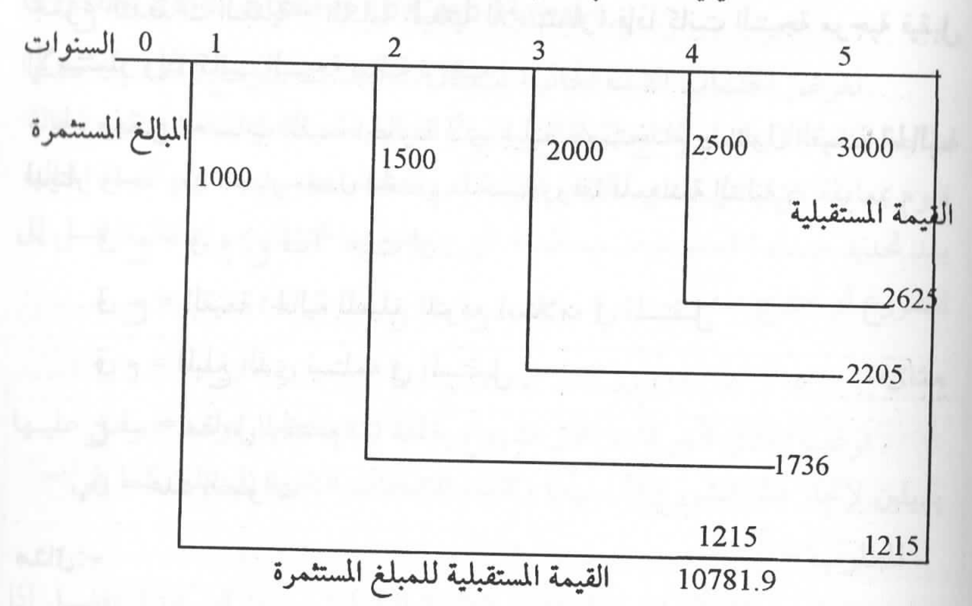
القيمة المستقبلية للاستثمارات لدفعات متعددة

نهاية السنة	المبلغ المستثمر	فترة الاستثمار	المعامل$(1+ف)^{ن}$	القيمة المستقبلية
الأولى	1000	4	1.215	1215.5
الثانية	1500	3	1.157	1736.4
الثالثة	2000	2	1.1025	2205
الرابعة	2500	1	1.05	2625
الخامسة	3000	.	1	3000
المجموع	10000			10781.9

أذن القيمة المستقبلية لمجموع المبالغ المستثمرة للدفعات المتعددة = 10781،9دينار، ويمكن التعبير عنها بالرسم البياني التالي:-

شكل رقم (6)

كيفية احتساب القيمة المستقبلية لدفعات مختلفة



القيمة الحالية (Present Value)

هي المبلغ المستثمر بنفس المعدل وللمدة المتبقية حتى تاريخ استحقاق الدين ويصبح أجمالي المبلغ المتحقق مساويا للقيمة الاسمية،وتقيس لنا القيمة الحالية الدفعات النقدية الداخلة في المستقبل ويعتمد هذا المفهوم على أساس ان القيمة الحالية لدينار اليوم اكبر من قيمته في المستقبل.

وتحسب القيمة الحالية بعكس طريقة احتساب القيمة المستقبلية وبذلك فان القيمة الحالية للمبلغ المستثمر تصبح اقل بسبب خصم الفوائد المركبة منه،ولذلك تسمى أيضا هذه الطريقة بأسلوب الخصم (Discounting) .

وتقوم هذه الطريقة على افتراض إمكانية وجود فرص بديلة لاعادة الاستثمار وتحقيق العائد على المبلغ المذكور،وتستخدم طريقة القيمة الحالية لمعالجة الانتقادات الموجهة لطرق اختيار الاستثمارات الأخرى التي لا تاخذ بنظر الاعتبار توقيت تدفق

العوائد أي القيمة الزمنية للنقود المستثمرة،وهذا معيار لاتخاذ القرارات الاستثمارية عند اختيار البدائل المتاحة من خلال احتساب صافي القيمة الحالية(القيمة الحالية لمجموع التدفقات النقدية – الكلفة المبدئية للاستثمار)،فإذا كانت النتيجة موجبة فيقبل الاستثمار وإذا كانت النتيجة سالبة نرفضه.

ويمكن احتساب القيمة الحالية لأي مبلغ باستخدام جداول القيمة الحالية لدينار واحد بعد اختيار معدل الخصم مناسب ووفقا للمعادلة التالية:-

ق ح = ق م (ع ف)^{ن} حيث أن :

ق ح = القيمة الحالية للمبلغ المتوقع استلامه في المستقبل

ق م = المبلغ الذي نستلمه في المستقبل

ع ف = معامل الخصم

ن = عدد السنوات

مثال:-

يرغب أحد المستثمرين الحصول على مبلغ 10000 دينار كعائد بعد 5 سنوات

المطلوب:- احسب القيمة الحالية للاستثمار المذكور إذا كان سعر الخصم 6٪؟

الحل:-

من جداول القيمة الحالية وتحت عمود 6٪وصف الخمس سنوات نجد ان معامل الخصم هو 0.747 وبتطبيق المعادلة أعلاه

ق ح = ق م(ع ف)^{ن}

ق ح = 10000× 0.747 = 7470 دينار.

1- القيمة الحالية للتدفقات النقدية المختلفة

(Present Value Affaires Of Cash Flows)-:

لغرض احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها مقارنة بكلفة الاستثمار نحتاج إلى قياس القيمة الحالية لهذه التدفقات، وفي هذه الحالة نقوم بمعاملة كل تدفق نقدي بالقيمة الحالية له والمستخرجة من جداول القيمة الحالية بعد تحديد معدل الخصم ،وحسب السنة التي يتحقق بها التدفق سواء كان داخل إلى المشروع أو خارج منه.

مثال:-

ترغب إحدى الشركات إنجاز مشروع بكلفة 50000 دينار،وقد عرض عليها بديلين لإنجاز هذا المشروع (أ ، ب) وكانت التدفقات النقدية للبديلين كما يلي:-

المطلوب:-

احسب القيمة الحالية للتدفقات النقدية للبديلين وبين أي بديل افضل اذا علمت ان معدل الخصم 10٪ ؟

السنة	التدفق النقدي للبديل أ	التدفق النقدي للبديل ب
الأولى	30000	15000
الثانية	30000	15000
الثالثة	10000	40000
المجموع	70000	70000

الحل:

السنة	البديل أ	البديل ب	القيمة الحالية للتدفقات النقدية	القيمة الحالية للتدفقات النقدية
			البديل أ	البديل ب
الأولى	30000	15000	27270=0.909 ×30000	13695=0.909×15000
الثانية	30000	15000	24780 =0.826×30000	12390=0.826×15000
الثالثة	10000	40000	7510 =0.751×10000	30040=0.751×40000
المجموع	70000	70000	59560	56125

ان أجمالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للبديل (أ) اكبر من أجمالي القيمة الحالية للتدفق النقدي (ب) على الرغم من تساوي أجمالي التدفقات النقدية في نهاية العمر الإنتاجي للمشروع قبل احتساب هذه التدفقات بطريقة القيمة الحالية،ان الاختيار سيكون للبديل(أ)لان القيمة الحالية لهذا البديل هي 59560 دينار، وان صافي القيمة الحالية9560 دينار بعد طرح الناتج من كلفة الاستثمار،بينما بلغت القيمة الحالية للتدفقات النقدية للبديل (ب) 56125 دينار وان صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية يبلغ 6125 دينار.

2- القيمة الحالية للدفعات السنوية المتساوية

(Present Value Of Annuity)-:

في حالات كثيرة تكون التدفقات النقدية متساوية على طول عمر الاستثمار، ويمكن أيجاد القيمة الحالية بعد استخدام جداول القيمة الحالية للدفعات المتساوية وبطريق مختصر.

مثال:-

عرض على إدارة الشركة بديلين لتنفيذ أحد المشاريع بكلفة 10000 دينار، وكان التدفق النقدي للمشروع (أ) 4000ينار سنويا وللبديل(ب) 2500 دينار سنويا، وعمر المشروع (5) سنوات وكان معدل الخصم 8٪ .

المطلوب:- استخرج القيمة الحالية للتدفقات النقدية للبديلين مبينا افضل بديل لتنفيذ للاستثمار ؟

القيمة الحالية للبديل أ = 3.993×4000 = 15972دينار

القيمة الحالية للبديل ب = 3500 × 3.993= 13975دينار

سنختار البديل(أ) وذلك لأنه يحقق اكبر قيمة حالية للعوائد خلال خمسة سنوات.

استعمالات القيمة المستقبلية والقيمة الحالية:-

يمكن استعمال جداول القيمة الحالية والقيمة المستقبلية لتحيد العديد من الالتزامات المترتبة على المشروع وكما يلي:-

1- تحديد الدفعة السنوية لأقساط الإطفاء (sinking Fund):-

لغرض الاستعداد لتاريخ إطفاء السندات المصدرة من الشركة تقوم هذه الشركة بإعداد خطة مالية تتضمن ادخار مبلغ محدد خلال عدد من السنوات القادمة لكي تطفي قيمة السندات المصدرة من قبلها أو لغرض القيام باستثمارات رأسمالية

وتوسيع طاقة المشروع أو لغرض استبدال الأصول الثابتة، ويمكن تحديد مقدار المبالغ المطلوب ادخارها من قبل المشروع لغرض تسديده مستقبلا بواسطة استخدام طريقة الفائدة المركبة وبنفس الطريقة يمكن احتساب كلفة استبدال الأصول الثابتة بعد انقضاء عمرها الإنتاجي.

مثال:-

- تبلغ السندات الصادرة عن شركة بابل في 1/1/2007 (2000) سند بقيمة 500000 دينار بفائدة قدرها 10٪ وبفترة إطفاء عشر سنوات، وقد اقترح المدير المالي تخصيص مبلغ سنوي ابتداء من السنة الأولى أي في نهاية سنة 2003 لإطفاء قيمة السندات بعد انتهاء مدتها ،ونظرا لوجود فرص استثمار لهذا المبلغ فيتوقع ان تحصل الشركة على فائدة قدرها 5٪ على المبلغ المخصص .

المطلوب:- تحديد المبلغ الذي يجب على الشركة تخصيصه سنويا للوصول إلى تجميع مبلغ 500000 دينار حتى سنة 2017 ؟

نستخرج من الجداول في نهاية الكتاب (جدول القيمة المركبة للدفعات المتساوية) معامل الدفعات السنوية لمدة 10 سنوات وبفائدة 5٪ فنجد قيمته 12.578.

قيمة الدفعة السنوية= 500000 / 12.578 = 39752 دينار المبلغ المطلوب تخصيصه كل سنة.

2- تحديد القسط السنوي لاستهلاك القروض(Amortization Of Loans):-

عند عقد اتفاقية التمويل بين المشروع والجهة المقرضة يتطلب الأمر قيام المدير المالي تحديد مقدار القسط السنوي الملتزم بتسديده إليها، ويشمل هذا المبلغ تسديد القرض والفائدة المترتبة عليه،ونستخدم أسلوب الفائدة المركبة لاستخراج قيمة القسط السنوي نظرا لمعرفتنا المسبقة بقيمة القرض وفترة التسديد ومعدل الفائدة.

مثال:-

حصلت شركة ابن الهيثم على قرض بمبلغ 4000000 دينار من مصرف الرافدين لتمويل شراء معدات بفائدة 10٪، وكان شروط التمويل ان يتم تسديد الأقساط السنوية في نهاية السنة، مع العلم ان مدة القرض 10 سنوات.

المطلوب:- استخراج قيمة دفعة تسديد القرض؟

لغرض استخراج قيمة القسط السنوي يمكن تطبيق المعادلة التالية:-

م = س (أ ع ف)^{ن}

م = مبلغ القرض

س= قيمة القسط

أ ع ف= معامل القيمة الحالية للدفعات السنوية لعدد من السنين(ن) بفائدة محددة.

الحل بالرجوع إلى الجداول المرفقة (جداول القيمة الحالية للدفعات السنوية) نجد ان المعامل = 6.145

وعند تطبيق المعادلة المشتقة س = م / أ ع ف

قيمة دفعة تسديد القرض = 4000000 / 6.145 = 651 دينار تقريبا

ان ذلك يعني ان قيمة القسط السنوي الذي يتطلب دفعه للجهة المقرضة هو 651 دينار ويتضمن المبلغ الأصلي والفوائد المستحقة.

3-تحديد نسبة الزيادة في الأرباح الموزعة (سعر الفائدة الضمني):-

يتطلب الأمر أحيانا تحديد معدل الفائدة الضمني لعملية مالية أو نسبة الزيادة في الأرباح، فعند الاستثمار في الأسهم العادية يتطلب معرفة اتجاه توزيع الأرباح أي معدل النمو، ويكون ذلك من خلال معرفة نسبة الزيادة في الأرباح الموزعة من قبل

الشركة التي نرغب شراء أسهمها، ويمكن احتساب ذلك من خلال قسمة الأرباح الموزعة للسنة المطلوب احتساب نسبة الزيادة فيها على أرباح كل سهم في السنة الأولى المختارة كسنة أساس، وباستعمال جداول الفوائد المركبة في القائمة المرفقة، والتي تعطينا معامل الفوائد المركبة لدينار واحد تحت فائدة معينة وهي في نفس الوقت عبارة عن نسبة الزيادة في الأرباح السنوية.

مثال:-

يرغب أحد المستثمرين شراء اسهم شركة الخوارزمي لإنتاج ألا جهزه الإلكترونية فإذا كانت الأرباح الموزعة لعام 2002 (10) دينار، و(12.16٪) دينار لعام 2007.

المطلوب: تحديد نسبة الزيادة في الأرباح لأسهم الشركة المذكورة.

الحل:

من المعطيات أعلاه نلاحظ ان معامل الفائدة للقيمة المركبة أي نسبة الزيادة في الأرباح يكون بمقدار 1.216، وهو حاصل قسمة الأرباح الموزعة لعام2005 على الأرباح الموزعة لعام 2000، وبالعودة إلى جداول القائمة المرفقة التي تعطينا معامل الفوائد المركبة لدينار واحد تحت فائدة معينة لمدة خمسة سنوات، وبما ان معامل الفوائد المركبة هو 1.216 مقابل السنة الخامسة يقع تحت عمود الفائدة 4٪ فان نسبة الزيادة في الأرباح الموزعة تساوي 4٪.

4-اختيار البدائل بطريقة صافي القيمة الحالية:

لغرض تقييم الاستثمارات طويلة الأجل التي تتأثر بالبعد الزمني لأهداف المستثمر، واختيار البديل الأمثل لابد من مقارنة التدفقات النقدية الواردة مع التدفقات الخارجة، وعملية المفاضلة هذه سوف تأخذ بعين الاعتبار العامل الزمني،أي التوقيتات التي تتدفق بموجبها الأموال الخارجة والداخلة إلى المشروع وذلك باستخدام أسلوب صافي القيمة الحالية، إذ يقوم هذا الأسلوب على أساس احتساب التدفقات النقدية معتمدة على جداول القيمة الحالية للنقود، لأن قيمة النقود والتي تستلم اليوم تختلف عن قيمتها في المستقبل.

مثال:-

تم عرض بديلين لإنجاز أحد المشاريع هما (أ ، ب) ويتطلب الإنفاق الإستثماري لهذين المشروعين 60000 دينار.

المطلوب:- اختيار أي من البديلين المذكورين أكثر جدوى باحتساب صافي القيمة الحالية إذا علمت ان معدل الخصم كان 10٪، والتدفقات النقدية المتوقعة كانت كما يلي:-

السنة	التدفقات النقدية بديل (أ)	التدفقات النقدية بديل (ب)
السنة الأولى	30000	25000
السنة الثانية	30000	25000
السنة الثالثة	10000	10000
السنة الرابعة	–	10000
السنة الخامسة	–	10000
المجموع	70000	80000

ففي مثالنا أعلاه يمكن إستخراج القيمة الحالية للتدفقات النقدية بعد الرجوع الى جداول القيمة الحالية ويمكن احتساب التدفقات كما يلي:-

السنة	المبلغ	القيمة الحالية للتدفقات النقدية
1	0.909 ×30000	28770
2	0.826×30000	24840
3	0.751×1000	7510
المجموع		61120

61120- 60000 = 1120 دينار صافي القيمة الحالية للبديل (أ).

صافي القيمة الحالية للبديل (ب).

السنة	المبلغ	القيمة الحالية
1	0.909 ×25000	22725
2	0.828 ×25000	20700
3	0.751 × 10000	7510
4	0.683×10000	6830
5	0.621×10000	6210
المجموع		63975

63975 – 60000 = 3975 دينار صافي القيمة الحالية للمشروع (ب).

إذاً نختار المشروع (ب) لأن صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية له أكثر من صافي القيمة الحالية للمشروع (أ).

أسئلة الفصل الرابع

س1:- وضح المقصود بالقيمة الزمنية للنقود وما هو تأثيرها على القيمة المستقبلية للاستثمارات ؟

س2:- احسب قيمة مبلغ تم استثماره بفائدة مركبة بنسبة 8٪ لمدة 6 سنوات؟

س3:- لنفرض ان المبلغ المستثمر يبلغ 20000 دينار استثمر بفائدة مركبة نسبتها 6٪ لفترة غير محددة.

المطلوب:- احسب بعد كم سنة سيصبح المبلغ المستثمر 30000 دينار؟

س4:- جد معدل الفائدة السنوي المركب اذا كان سعر الفائدة الاسمي 10٪ مركبا لمدة ستتين،كل نصف سنة،استثمار غير محدد؟

س5:- اقترض احد المستثمرين مبلغ 200000 دينار بسعر فائدة مركب سنوي بنسبة 6٪ على ان يكون التسديد خلال 20 سنة.

المطلوب:- استخرج الدفعات الشهرية اللازمة للإيفاء بسداد هذا القرض في المدة الزمنية المذكورة؟

الفصل الخامس

مصادر التمويل

المقدمة

أنواع مصادر التمويل

أولا : مصادر التمويل طويلة الأجل

أ- مصادر التمويل الداخلية

أموال الملكية

1- الأسهم العادية

2- الأسهم الممتازة

الأموال المقترضة

1- السندات

2- القروض المصرفية طويلة الأجل

ثانيا : مصادر التمويل قصيرة الأجل

1- الائتمان التجاري

2- الائتمان المصرفي

مقارنة بين الائتمان التجاري وبين الائتمان المصرفي

اختيار مصادر التمويل الخارجية

الفصل الخامس

مصادر التمويل

المقدمة

سبق وان ذكرنا أن اختيار أسلوب تمويل الاستثمارات له علاقة وثيقة بقرار الاستثمار في المشروع الاقتصادي، ويعتمد أسلوب التمويل على مصادر التمويل المتاحة، ويمكن تعريف هذه المصادر بأنها مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها إدارة المشروع للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية والجارية، وعلى هذا الأساس فان هيكل تمويل المشروع يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي يتواجد فيها، وكلفة المصدر المقترح مقارنة بالمصادر الأخرى وكذلك مع العائد على الاستثمار ومدى ملائمة مصادر التمويل للاستثمارات المقترحة، وفترة التسديد وعلاقتها بالتدفقات النقدية المتوقعة والقيود التي تفرض على عمليات التمويل وخاصة الخارجي منها.

والغرض من الحصول على مصادر التمويل هو لسد احتياجات المشروع من الأموال لتغطية كلفة الاستثمارات الجديدة للمشروع وقد تكون مصادر التمويل داخلية أو خارجية أو حسب فترة التمويل أي عن طريق التمويل طويل و/أو قصير الأجل ،وذلك من خلال إعداد الخطة المالية التي تعد ترجمة لسياسة المشروع المالية خلال فترة زمنية قادمة، ويعبر عنها بشكل جداول وبيانات تعتمد التنبؤ والتقدير للتكاليف والإيرادات للفترة المالية القادمة، وتهدف هذه الخطة إلى تحقيق ما يلي :-

أ – تحديد المبالغ اللازمة لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل والدورة التشغيلية للمشروع.

ب – تحديد مصادر الأموال.

ج -التنبؤ بالمتغيرات المالية قصيرة و طويلة الأجل، حتى يتم تحقيق التوازن المالي بين درجة السيولة النقدية وبين درجة الخطر المالي.

بعد أن يتم تحديد الاحتياجات المالية للمشروع يقوم المدير المالي بالبحث عن مصادر التمويل، وجرت العادة على تقسيم مصادر التمويل إلى مصدرين أساسين هما مصادر التمويل قصيرة الأجل ومصادر التمويل طويلة الأجل ، أن سبب هذا التصنيف يعود إلى اختلاف التكاليف والهدف من كلا المصدرين وارتباطهما بطبيعة الاستثمارات وفترة المشاريع المنفذة ويفضل اختيار مصدر التمويل التي تتناسب مع طبيعة الاستثمارات المقترح تنفيذها ، فمصادر التمويل قصيرة الأجل تستخدم في الاستثمارات قصيرة الأجل، وتستخدم مصادر التمويل طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل و التي تزيد مدتها عن السنة، وبناء على القاعدة المالية القائلة بضرورة تحقيق التوازن بين مدة الاستثمار ومدة التمويل فانه لا بد من تمويل الاستثمارات قصيرة الأجل باموال مؤقتة أي قصيرة الأجل وتمويل الاستثمارات طويلة الأجل اي الاصول الثابتة بأموال دائمة أو طويلة الأجل، آخذين بعين الاعتبار الاحتياجات الدائمة للمشروع من الأصول المتداولة، ان تطبيق هذه القاعدة تحقق للمشروع الاقتصادي الفوائد التالية:-

1- تخفيض تكاليف راس المال المستثمر إلى أدنى حد ممكن .

2- توفير السيولة النقدية اللازمة والكافية لتسديد الالتزامات المالية المترتبة على تنفيذ هذه الاستثمارات.

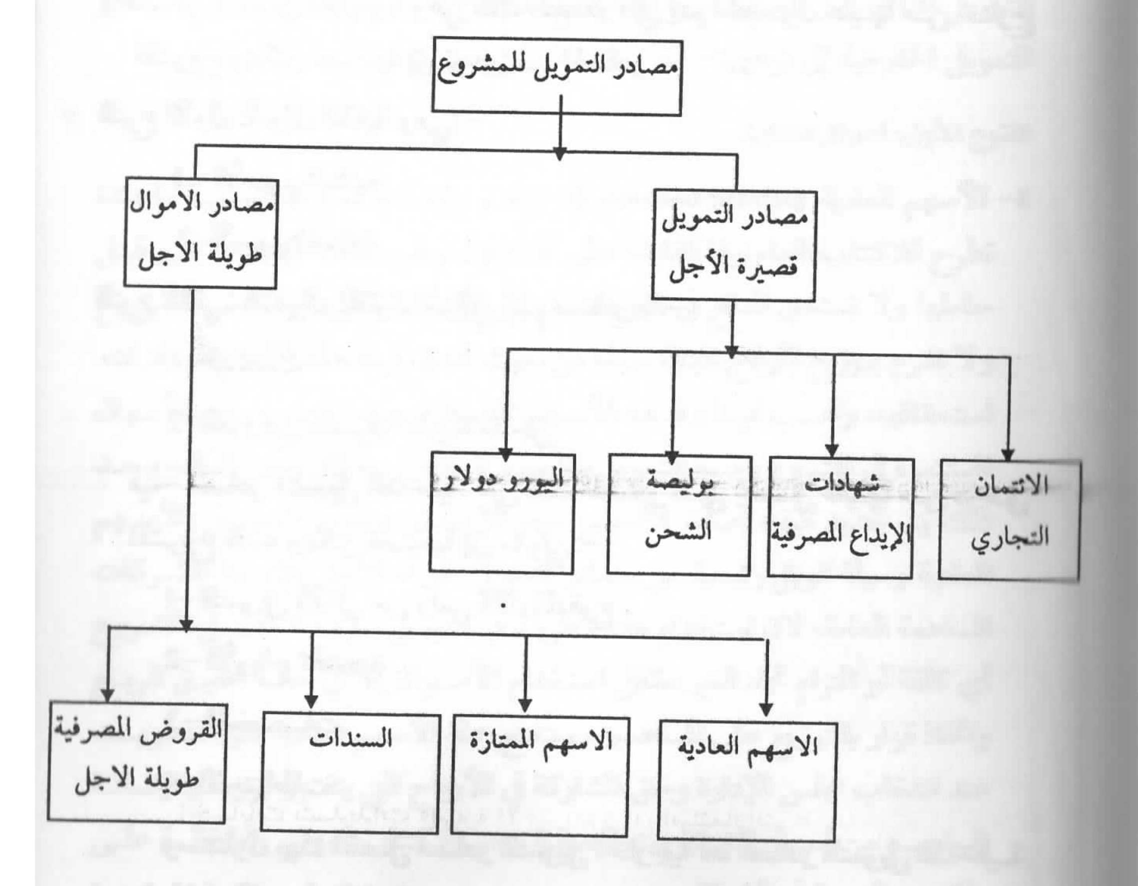
3- تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية من خلال عدم السماح بوجود أموال فائضة غير مستغلة في المشروع، وذلك للمحافظة على معدل عائد مرتفع على راس المال المستثمر، وعدم اللجوء إلى طلب التمويل بصورة متكررة وإرباك الحسابات بتسديدات قصيرة الأمد تعود الى استثمارات طويلة الأجل خاصة إذا كانت الاستثمارات طويلة الأجل مموله باستثمارات قصيرة الأجل .

أنواع مصادر التمويل:

يمكن تقسيم مصادر الأموال إلى مصادر أموال طويلة الأجل تستخدم في استثمارات طويلة الأجل ومصادر الأموال قصيرة الأجل تستخدم في استثمارات قصيرة الأجل والشكل رقم (7) يبين لنا أنواع هذه المصادر:

شكل رقم (7)

أنواع مصادر الأموال



وسنستعرض فيما يلي مصادر التمويل على اساس مدتها.

أولا: مصادر التمويل طويلة الأجل

هي تلك المصادر التي تكون مدتها اكثر من سنة وتستخدم في الاستثمارات طويلة الأجل، أو لتلبية الاحتياجات الدائمة لبعض الأصول المتداولة وتقسم الى قسمين:

أ– مصادر التمويل الخارجية

ب– مصادر التمويل الداخلية

أ– مصادر التمويل الخارجية وهي تلك المصادر التي يتم الحصول عليها من خارج المشروع ويمكن تصنيفها إلى نوعين من المصادر :-

النوع الأول :أموال الملكية وهي:-

1– الأسهم العادية

2–لأسهم الممتازة

النوع الثاني: الاموال المقترضة والتي اهم مصادرها:-

1–السندات

2–القروض المصرفية طويلة الأجل

ب– مصادر التمويل الداخلية: هي تلك المصادر التي يحصل عليها من داخل المشروع نفسه ويمكن تصنيفها إلى ما يلي:-

ا– التمويل الذاتي من راس المال المدفوع .

2– الأرباح المحتجزة .

3– المخصصات.

4–الاحتياطات.

وسنتناول بهذا الفصل مصادر التمويل الخارجية أما مصادر التمويل الداخلية سنتناولها في الفصول القادمة.

أ– مصادر التمويل الخارجية

هي تلك الأموال التي يحصل عليها المشروع من مصادر خارجية بموجب شروط وإجراءات لا بد من تنفيذها، وتتحدد هذه الشروط في السوق المالي (البورصة) في ضوء توفر الأموال وعوائد الفرص البديلة المتاحة بعد تقييم قدرة المستفيد على التسديد، ويعد التمويل الخارجي مكملا للتمويل الداخلي في اغلب الأحيان .إذ من المفروض ان يتم منح الاولوية في الحصول على الاموال الى مصادر التمويل الداخلية،وخاصة بالنسبة للمشاريع حديثة التأسيس ويمكن تقسيم مصادر التمويل الخارجية إلى نوعين:-

النوع الأول: أموال الملكية

1– الأسهم العادية (Common Stocks):–وهو وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول وغير قابله للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، إي إنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلتزم بتوزيع (أرباح ثابتة) سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها، وتحسب قيمة وعدد الأسهم المصدرة بعد تقدير حجم الأموال المستثمرة في المشروع ونسبة التمويل بالأسهم العادية في هيكل رأس المال، وبعد ذلك يتم تحديد كيفيه إصدار الأسهم وسعر الإصدار، ويعتبر التمويل بالأسهم العادية وسيلة تمويل رئيسية من مصادر التمويل طويلة الأجل بالنسبة للشركات المساهمة العامة، لان استخدام هذه الطريقة في التمويل سوف لا يحمل المشروع أي كلفة أو التزام تجاه الغير مقابل استخدام الأموال إلا في حالة تحقيق الربح واتخاذ قرار بالتوزيع على المساهمين، ويتمتع حملة الأسهم العادية بحق التصويت عند انتخاب مجلس الإدارة وحق المشاركة في الأرباح التي يتقرر توزيعها إضافة إلى نصيبه من أصول الشركة عند التصفية وحق الاكتتاب لغرض المحافظة على ملكيتهم النسبية في الشركة.

شكل رقم (8) يبين لنا طبيعة الأسهم العادية

شركة الاتحاد العربي للإسمنت

شركة مساهمة عامة خاضعة لأحكام القانون رقم 68 لسنة 2006

رأس المال المدفوع بأكمله 56 مليون دينار القيمة الإسمية لكل سهم 1 دينار مدفوع بالكامل.

صك بخمسة وعشرون سهماً قيمته خمسة وعشرون دينار مدفوعة بالكامل باسم شركة الاتحاد العربي للإسمنت.

من رقم 16761701 إلى رقم 19761725 .

التوقيع

المخول **المدير العام**

وتصدر الأسهم عادة عند تأسيس الشركات (إصدار اكتتاب عام)، ولكن قد يلجأ إلى إصدار الأسهم في مراحل أخرى لزيادة رأسمالها المكتتب به وعادة تكون على مرحلة واحدة، ونتيجة لبعض القوانين والأعراف المحاسبية ومراحل التطور الاقتصادي والتاريخي التي يمر بها المشروع تتكون لدينا عدة قيم للسهم الواحد وهي:-

أ- القيمة الاسمية للسهم (Par Value) .:

يقصد بالقيمة الاسمية هي تلك القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وقوانينها وأنظمتها الداخلية، وتظهر هذه القيمة عادة على قسيمة السهم نفسه عند شراء السهم في السوق المالي أو إصدار شهادة إثبات ملكية للسهم أو الأسهم في الشركة، وتحدد بعض القوانين حد أدنى للقيمة الاسمية للسهم، وهي

تختلف عن القيمة السوقية لأسباب متعددة نذكرها لاحقا والقيمة الاسمية ليس لها أية قيمة اقتصادية من وجهة نظر المستثمرين لأنها تخضع لقرارات سيادية تاريخية، ويعتمد على القيمة الإسمية في تحديد نسبة الربح الموزع إلى مالكين الأسهم العادية.

ب-القيمة الدفترية (Book Value) :

هي تلك القيمة التي تعكسها سجلات الشركة المحاسبية وتمثل مجموع راس المال المساهم به والاحتياطات والأرباح غير الموزعة، ويتم احتسابها بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة ، وتعكس قيمة ما قدمه المساهم لتمويل استثمارات المشروع مقابل كل سهم من اسهم المشروع وتحسب كما يلي:-

القيمة الدفترية للسهم= حقوق الملكية – الأسهم الممتازة ÷ عدد الأسهم المصدرة

$$\text{أو} = \frac{\text{قيمة الموجودات – الالتزامات}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

ونقصد بالالتزامات إجمالي الديون وحقوق جملة الأسهم الممتازة.

ج- قيمة إصدار السهم :

وهي تلك القيمة التي يتم بموجبها تحديد سعر إصدار السهم وبيعه في السوق المالي، وبالنسبة للشركات القائمة الحالية يصدر السهم عادة بسعر اعلى من القيمة الاسمية وأقل من القيمة السوقية ويسمى بسعر الاصدار، والفرق بين سعر الاصدار والسعر الاسمي للسهم يسمى علاوة الاصدار وتدفع العلاوة مباشرة إلى الشركة وتعد ضمن حقوق الملكية وقد يصدر السهم بسعر أقل من قيمته الإسمية وخاصة بالنسبة للشركات حديثة التأسيس.

د- قيمة السهم في السوق(Market Value):

هي تلك القيمة التي تتحدد نتيجة التعامل في سوق الأوراق المالية وتتميز هذه القيمة بأنها تتحدد من خلال مشاركة عدة أطراف تختلف في أهدافها أي من خلال العرض والطلب ولذلك فإنه يمثل القيمة الحقيقية للشركة خاصة إذا كان السوق المالي يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة. وتعبر هذه القيمة عن سعر تداول السهم في

السوق، فعندما تحقق الشركة أرباح وترتفع قيمتها في السوق يكون سعر السهم في السوق أعلى من القيمة الدفترية أو القيمة الاسمية والعكس صحيح وتتميز هذه القيمة بالتغير من وقت إلى آخر وتعبر عن كفاءة أداء المشروع، وتعكس الحالة الاقتصادية التي تحيط به وتحسب كما يلي:

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{\text{قيمة الموجودات في السوق} - \text{الالتزامات}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ب- القيمة التصفويه للسهم (Liquidation Value)

وهي تلك القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها عند تصفية أموال المشروع، أي إنها عبارة عن نصيب السهم من قيمة الموجودات بعد التصفية وتسديد حقوق كافة الدائنين وحملة السندات والأسهم الممتازة،لان حاملي الأسهم العادية لا يحصلون على حق الأولوية عند توزيع مبالغ التصفية،ويمكن تقدير هذه القيمة بعد تقييم كل عنصر من عناصر الأموال عند البيع السريع لها، وتستطيع استخدام المعادلة التالية لاحتساب قيمة التصفية للسهم:-

$$\text{قيمة السهم عند التصفية} = \frac{\text{المحصل من البيع} - \text{المدفوعات من الالتزامات}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

مزايا وعيوب التمويل بإصدار الأسهم

تمنح الإدارة المالية التمويل بواسطة إصدار الأسهم العادية الاهتمام الكافي لتأثير ذلك على حقوق المالكين، واحتمال انخفاض نصيبهم من الأرباح بعد اتخاذ قرار التوزيع،إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المحتجزة ، إذ ان دخول مساهم جديد يعني المشاركة في جزءاً من حصة أرباح المساهمين الذين سيقوم،هذا اضافة إلى مشاركته الفعالة في اجتماعات الجمعية العمومية وفي اختيار أعضاء مجلس الإدارة والمساهمة في اتخاذ القرارات المهمة، ومن ضمنها تحديد عمليات التمويل الخارجي وسياسة بيع الأسهم وتنميتها ومقدار الأرباح ونسبة الأرباح التي توزع

على المساهمين،وفي ضوء طبيعة الأسهم العادية المنوه عنها أعلاه هناك بعض المزايا والعيوب من جراء استخدام هذا المصدر في تمويل راس المال يمكن أجمالها بما يلي:-

مزايا إصدار الأسهم العادية:-

1- لا يمثل إصدار الأسهم العادية إلتزام على الشركة سواء بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إذ أن توزيع الإرباح على حملة الأسهم يكون بعد أن تحقق الشركة الأرباح ويتخذ القرار بتوزيعها .

2- ان الشركة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد ،بما يعطي مرونة للمشروع بعدم الدخول في التزامات محددة بالإضافة إلى انخفاض درجة الخطر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى .

3- ان التمويل بإصدار الأسهم يعد توسيع لحقوق الملكية وهذا يخفض من خطر الرافعة المالية، ويعطي ضمانات إضافية للدائنين ويعزز من القدرة الائتمانية للشركة في السوق المالي.

عيوب الأسهم العادية :-

تهتم الإدارة المالية بالتمويل بواسطة إصدار الأسهم العادية من خلال تقدير مدى التأثير على حقوق المالكين كنتيجة لدخول مستثمرين جدد إلى الشركة ومشاركتهم في الأرباح بعد الإعلان عن التوزيع، ولذلك فإن المآخذ على التمويل بإصدار الأسهم العادية هي كما يلي:-

1- يؤدي التمويل بإصدار الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية وينعكس ذلك على إدارة الشركة، وأحيانا السيطرة على قرارات مجلس الإدارة واتجاهاته واحتمال تغير طريقة إدارة الشركة بما يتلاءم مع توجهات الأعضاء الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في راس المال .

2- إن توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم الواحد للمستثمرين القدماء، إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المتحققة سابقاً (الأرباح المحتجزة)، ان المساهم الجديد يحصل على جزء من أرباح المساهمين القدماء سواء

التي تتحقق في السنة المالية الحالية أو المجمعة من الفترات السابقة، ويؤدي زيادة عدد المساهمين إلى تخفيض مبالغ الأرباح المحتجزة التي تساهم في توسيع الاستثمارات.

3- عدم تخفيض العبء الضريبي على الشركة عند استخدام التمويل بإصدار الأسهم ذلك لأن قيمة الأرباح الموزعة سوف لا تضاف إلى مصاريف الشركة لأغراض الاحتساب الضريبي عند تقدير الدخل الخاضع للضريبة اي لا يمكن خصم الارباح الموزعة من الضرائب.

4- ان إصدار الأسهم والاكتتاب بها بواسطة المؤسسات المالية يكون لقاء عمولات ومصاريف تتحملها الشركة المصدرة.

5- إن ارتفاع نسبة مساهمة حق الملكية في هيكل رأس المال قد يؤدي إلى ارتفاع كلفة رأس المال المستثمر وبالتالي انخفاض العائد على رأس المال أي أنها تحد من قدرة المشروع على المتاجرة بالملكية.

تقسيم الأسهم (Stock Split)

تقوم بعض الشركات بتقسيم او تجزءة اسهمها العادي بهدف تخفيض سعر السهم لغرض زيادة حجم التداول على هذا السهم وزيادة عدد المستثمرين الجدد وخاصة ذوي الدخول المنخفضة، وفي بعض الأحيان قد تقوم الشركة بإعادة شراء أسهمها المتداولة في السوق المالي لمنع منافسة المالكين الحاليين والسيطرة على الشركة أو للمحافظة على مستوى التداول في السوق وتسمى هذه الأسهم بأسهم الخزانة وتعرض ضمن حقوق الملكية بإشارة السالب (-).

مثال:

يرغب بنك الرافدين تجزئة1000 سهم بمعدل 1:2 وتبلغ القيمة الاسمية للسهم الواحد 50 دينار.

المطلوب: استخرج قيمة السهم بعد عملية التقسيم

الحل:

$\frac{50}{2}$ = 25 دينار قيمة السهم بعد التقسيم.

القيمة الإجمالية للأسهم = 25 × 100٪ = 2500 دينار.

عدد الأسهم بعد التقسيم= 2000 سهم.

2- الأسهم الممتازة

هي إحدى مصادر التمويل طويلة الأجل وتعد من عناصر حقوق الملكية ولا تلتزم الجهة المصدرة بتاريخ محدد لرد قيمتها ،وللسهم الممتاز قيمة اسمية وقيمة سوقية وقيمة دفترية، فالقيمة الاسمية هي قيمة السهم في وثيقة الإصدار،أما القيمة السوقية فهي القيمة التي تتحدد نتيجة التعامل في السوق المالي بمشاركة أطرافه، أما القيمة الدفترية فتتمثل بقيمة هذه الأسهم في السجلات مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة، إذ لايتم إضافة الاحتياطات والأرباح المحجوزة لأنها لا تعد حقوقا لحملة الأسهم الممتازة، ويحصل حامل الأسهم الممتازة على الربح نتيجة لمنحه هذا الحق في كوبون الإصدار، ويكون مقدار الربح بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز، وله الأولوية في الحصول على قيمة هذه النسبة قبل حقوق حملة الأسهم العادية ، ولحاملها الأولوية في الحصول على نصيبه عند التصفية والسهم الممتاز أداة مالية مهجنة لأنه يجمع بين صفات الأسهم العادية والسندات ،وعادة يحدد حداً أعلى للعائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم الممتازة ولا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق التصويت عند حضور اجتماعات الجمعية العمومية ، وتحدد نسبة الأرباح التي يحصل عليها حامل الأسهم الممتازة في شروط إصدار هذه الأسهم ، ولغرض تحديد القيمة الاسمية للسهم الممتاز فإن ذلك يرتبط بمقدار رأسمال الشركة وقوتها في السوق ، وفي كل الأحوال لا يحصل حامل السهم الممتاز على حصته من الأرباح إلا بعد أن تحقق هذه الشركة الأرباح وتقرر توزيعها .

والسؤال الذي يطرح نفسه هنا لماذا يذهب المستثمرون الى شراء الأسهم الممتازة في ضوء الشروط التي ذكرت أعلاه ؟والجواب هو أن هذا النوع من هذه

الإستثمارات يلائم رغبات المستثمر المحافظ لانها تعطي عائد ثابت له مثل شركات التأمين ووحدات الضمان الاجتماعي و هو أكثر عائديه من السندات وتحصل الاسهم الممتازة على الربح قبل حملة الاسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية ، كذلك فأن الشركة المصدرة تهدف الوصول الى كافة الشرائح والطبقات الإجتماعية من المستثمرين.

حالات إصدار الأسهم الممتازة :-

أ- في حالة عدم إمكانية حصول الشركة على القروض من المؤسسات المالية نظراً لارتفاع مديونيتها أو ارتفاع معدلات الفائدة في السوق المالية .

ب-الاستفادة من المتاجرة بالملكية أي في حالة كون كلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة اقل من كلفة إصدار الأسهم العادية ،فمثلا إذا كانت أرباح الأسهم الممتازة بنسبة 10٪ وكان العائد المتوقع على الاستثمار بنسبة 16٪، ففي هذه الحالة نتخذ القرار بالتمويل بإصدار الأسهم الممتازة لأنها تحقق عائد اكبر لحملة الأسهم العادية (أي المستثمرين القدماء).

ج- في حالة ارتفاع مديونية الشركة أو زيادة الأعباء المالية المترتبة عليها، فإن التمويل بواسطة الأسهم الممتازة يفضل على التمويل بواسطة السندات أو القروض كونها ترتب التزامات على الشركة من حيث الأقساط أو الفوائد وتكون ملزمة بدفعها سواء حققت الربح أو لم تحققه وفي أوقات ومبلغ محدد، بينما في حالة التمويل بالأسهم الممتازة يتم منح حامليها نصيبهم من الأرباح عند تحققها واتخاذ القرار بالتوزيع.

د-إن معظم إصدارات الأسهم الممتازة ينص في شروط إصدارها على عدم مشاركة حامليها في إدارة الشركة، أو انتخابات مجلس الإدارة او في التصويت في الجمعية العمومية وبالتالي تكون الشركة حرة في الإدارة في حالة حصولها على التمويل بالأسهم الممتازة اي لايوجد خطر فقدان السيطرة على المشروع.

مع الإشارة إلى ان الشركة المصدرة للأسهم الممتازة تبذل جهود كبيرة لتوزيع نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح سنويا، وذلك لأسباب متعددة أهمها ما يلي:-

2-1- التزام الشركة الأدبي تجاه حاملي الأسهم الممتازة .

2-2- إن عدم دفع الأرباح لحملة الأسهم الممتازة، سوف يؤدي بالنتيجة الى عدم حصول حملة الأسهم العادية على حصتهم من الأرباح وذلك استنادا إلى شرط الأولوية الذي تتمتع به الأسهم الممتازة.

2-3- إن عدم توزيع الأرباح يؤدي الى التأثير على قيمة الأسهم في السوق المالي وعلى سمعة وقيمة الشركة نفسها في السوق بصورة عامة .

ولغرض ترغيب المستثمرين على الاستثمار في الأسهم الممتازة تمنح بعض الشركات حوافز متعددة منها، إمكانية تحويل الأسهم الممتازة الى أسهم عادية، وكذلك مشاركة حملة الأسهم العادية بالأرباح المتبقية بعد الحصول على نصيبهم المحدد في وثيقة إصدار السهم الممتاز، وفي بعض إصدارات الشركة تتضمن الشروط إمكانية إستدعاء الأسهم الممتازة وتسديد قيمتها لحاملها قبل موعد الاستحقاق وفي ضوء ذلك قد تقوم الشركة باستدعاء الأسهم الممتازة وفي هذه الحالة يكون الإستدعاء بطريقتين:-

الأولى:- القيام بشراء الأسهم الممتازة من السوق المالي وبعد الشراء يتم إلغاؤها .

الثانية:- يتم إستدعاء الأسهم الممتازة وتسديد قيمتها نقداً الى حاملها في حالة كون شروط الإصدار تنص على ذلك، وهناك أسباب تجعل الشركة تقوم باستدعاء إصداراتها من الأسهم الممتازة فاذا توفرت مصادر تمويل بديلة بأقل كلفة من الأسهم الممتازة المصدرة وللتخلص من بعض القيود التي قد ترافق إصدار الأسهم الممتازة كالضمانات الخاصة بتحديد مقدار معين من الأرباح التي يجب الاحتفاظ به قبل توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية، وعند توفر السيولة النقدية وعدم الحاجة إلى الاستمرار بالتمويل بواسطة الأسهم الممتازة .

أنواع الحوافز التي تمنح لحاملي الأسهم الممتازة:

لغرض تحفيز المستثمر على شراء الأسهم الممتازة تعمد بعض الشركات إلى تضمين شروط الإصدار بعض أو كل من الحوافز التالية:-

الأسهم مجمعة الأرباح: يتم منح حامل السهم الممتاز الحق في الحصول على الأرباح حتى وإن لم يتم توزيعها في نفس السنة المالية التي تتحقق بها، أي يتم ترحيل أو تجميع نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح المتحققة وغير المدفوعة في سنوات سابقة وتسديدها في سنوات لاحقة عند اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح حتى وإن أدى ذلك إلى عدم حصول حملة الأسهم العادية على حصتهم من هذه الأرباح.

الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح، ونقصد بها أن يحصل حامل الأسهم الممتازة على حصته من الأرباح المقررةفي شروط الإصدار، بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح الباقية مع حملة الأسهم العادية ضمن شروط يتفق عليها.

الأسهم القابلة للاستبدال: ويقصد بها أنه يتم منح حق الاستبدال للأسهم الممتازة بأسهم عادية ، وهذا يعني أن حامل السهم الممتاز يستفاد من هذا الحق بتغطية درجة المخاطر التي قد يتعرض لها، ونقصد بذلك أن حامل السهم الممتاز يستفاد في حالة وجود كساد من النسبة الثابتة المحددة من الأرباح للسهم الممتاز، وهولا يتعرض لمخاطر انخفاض الأرباح . أما في حالة الرواج الاقتصادي فيقوم بتحويل الأسهم الممتازة إلى اسهم عادية للاستفادة من ارتفاع الأرباح كنتيجة للرواج الاقتصادي .

الأسهم القابلة للإستدعاء: في هذا النوع من الأسهم تقوم الشركة المصدرة للأسهم الممتازة، بفرض شرط الإستدعاء بغرض شراء الأسهم الممتازة التي قامت بإصدارها أي يتم إستدعاء الأسهم الممتاز مقابل دفع قيمة السهم نقداً الى حامل، وعادة يتم منح علاوة عند استدعاء السهم الممتاز، فمثلاً إذا كانت قيمة السهم 15 دينار وقيمة الإستدعاء 18 دينار فالفرق بين قيمة السهم الممتاز وقيمة الإستدعاء كما هو واضح ثلاثة دنانير لصالح حاملي الأسهم الممتازة، وتمنح هذه العلاوة لتغطية الخسارة التي قد يتحملها مستثمر الأسهم الممتازة جراء التنازل عن حقه بالاحتفاظ بها.

النوع الثاني:-الأموال المقترضة:-

ويمكن الحصول عليها بواسطة إصدار السندات أو القروض المصرفية طويلة الأجل.

1- السندات (Bonds):-

هي أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة تصدر من جهات عديدة مثل الدولة والشركات، وتطرح للتداول إلى الأفراد والمؤسسات بهدف الحصول على تمويل طويلة الأجل، وبذلك يعد التمويل بواسطة السندات شكلا من أشكال التمويل طويل الأجل، ونقصد بالقيمة الاسمية للسند القيمة المحددة له في وثيقةالإصدار وتتضمن هذه الوثيقة شروط إضافة إلى تحديد القيمة الاسمية كمعدل الفائدة السنوي الواجب دفعه لحامل السند،وعادة يكون على شكل نسبة مثوية من القيمة الاسمية له، ويتم تحديد تاريخ الاستحقاق وطريقة تسديد قيمة السند،ولحامل السند حق الحصول على الفوائد وقيمة السند في تاريخ الإستحقاق ، أما المشترين فهم المستثمرون وصغار المستثمرين الذين يتميزون بروح الاستثمار المحافظة ويهدفون إلى الحصول على دخل ثابت من إستثماراتهم في السندات ،وقد يتم بيع السند باقل من قيمته الاسمية ويسمى سند بخصم او يتم بيعه باعلى من القيمة الاسمية ويسمى سند بعلاوة.

شكل رقم (9)

يبين طبيعة إصدارات السندات

تشهد شركة الإسمنت الوطنية ان السيد/ السيدة ________________ له
سندات بقيمة اسمية__________ وبفائدة سنوية بمقدار__________ لمدة
__________ عام وتدفع الفوائد كل سنة.

توقيع المخول

خصائص السندات:

تعد السندات من مصادر التمويل طويلة الأجل كما أسلفنا وهي من ادوات الدين وتتميز بالخصائص الآتية:-

1-1 تعتبر السندات حق دائنية على الشركة إذ تلتزم الجهه المصدرة لها بإطفاء قيمتها ودفع فوائدها في الفترات المحددة لذلك في وثيقة الإصدار،وهي من الحقوق الممتازة أي تمنح الأولوية في الحصول على مستحقاتها قبل حقوق حملة الأسهم العادية والممتازة.

1- 2 السندات هي أداة دين استثمارية ثابتة الدخل اي تصدر بنسبة فائدة محددة ولها مدة إطفاء تتحدد في شروط إصدارها وعلى الجهة المصدرة تسديد قيمتها في نهاية هذه المدة حتما.

1-3 قابليتها على التداول مع وجود احتمال تحقيق أرباح او خسائر رأسمالية عند ارتفاع قيمة السند في السوق المالي إضافة إلى الفوائد الجارية التي يحصل عليها .

1- 4 تحقيق الميزة الضريبية حيث إن كلفة الفائدة السنوية تعتبر من المصاريف التي تحمل لحساب الأرباح والخسائر عند احتساب الضريبة على الأرباح، فعلى سبيل المثال إن الكلفة الظاهرة للسندات تنخفض إلى 50٪ إذا كان معدل الضريبة 50٪.

1- 5 لا يحق للمستثمر حامل السندات الاشتراك في الإدارة أو التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية والمساهمة في قراراتها.

1- 6 تعد أحد الوسائل المهمة في تنويع مصادر التمويل وقد يؤدي إلى زيادة عائد المتاجرة بالملكية في حالة ما إذا كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من سعر فائدة السند في حالة انخفاض كلفة التمويل بالسند مقارنة بمصادر التمويل المتاحة الأخرى.

1-7 ان صفات السندات لا يعني عدم وجود قيود على إصدارها فهناك سندات تصدر بضمانات أي يتم اشتراط تقديم بعض الأصول ضمان لحقوق حملة السندات، وكذلك ضرورة إن يؤخذ بعين الاعتبار التعليمات المالية والأعراف التجارية التي لا تسمح بإصدار السندات بنسبة محددة من رأس مال الشركة إضافة إلى القيود القانونية والقيود المالية المتعلقة بنسبة المديونية.

انواع السندات (Forms OfBonds):-

أولاً:- السندات العادية (Bonds):- وهي الإصدارات ذات الطبيعة العامة والتي تتحدد كلفتها بسعر الفائدة الثابت، مع التزام الجهة المصدرة بتسديد قيمة السند بتاريخ الاستحقاق المعين في شروط الإصدار إضافة إلى الفوائد، وقد تكون السندات اسمية اي باسم صاحب السند فهو الذي يستحق الفوائد وقيمة الإطفاء أو قد يكون السند لحامله وبذلك يستحق من يحمل السند حقوقه المنصوص عليها في شهادة الاصدار، وهناك سندات تسمى سندات البيع وهي تعطي لحاملها الحق في إعادتها الى الجهة المصدرة واستلام مبلغها وتكون الفائدة عليها منخفضة مقارنة بالسندات العادية.

ثانياً :- السندات المضمونة (Mortgage Bonds):- تصدر السندات المضمونة شرط رهن بعض الموجودات في الشركة، ولا يحق للشركة المالكة التصرف بهذه الموجودات المرهونة إلا بعد إطفاء قيمة السندات،وقد يكون الضمان بالأصول الثابتة وفي هذه الحالة يحق للشركة المالكة التصرف بجزء من هذه الأصول أو التصرف بحدود المبالغ التي تستهلك من قيمة السندات أو من خلال استبدالها بموجودات أخرى،ومن الممكن إصدار السندات بكفالة شركات أخرى او بنوك وقد يكون الرهن من الدرجة الأولى إذا لا يجوز استخدامه كضمان لإصدارات جديدة أخرى أو من الدرجة الثانية حيث يمكن استخدامه لأكثر من إصدار.

ثالثاً:- السندات ذات الدخل(Income Bonds) :- هذا النوع من السندات لا يحق لحاملها الحصول على قيمة الفوائد إلا إذا حققت الشركة الأرباح الكافية لتسديد الفوائد، وعادة تكون أسعار الفائدة لهذا النوع من السندات مرتفعة مقارنة بالسندات العادية لغرض ترغيب المستثمر بشرائها.

رابعاً :- السندات متقاسمة الأرباح:- وهذه الميزة تمنح لغرض تشجيع المستثمرين للاكتتاب بالسندات كونها تمنح المستثمرين في هذا النوع من السندات امتيازا إضافياً، فبالإضافة الى الفائدة الثابتة فإنه يشارك حاملي الأسهم العادية بنسبة من الأرباح التي تحققها الشركة وتحدد هذه النسبة في شروط الإصدار.

خامسا:- السندات القابلة للاستبدال (Convertible Bonds) بأسهم عادية:- تتمتع هذه السندات بميزة حق استبدالها بأسهم عادية وعلى أساس رغبة حامليها، ويتم تحديد طريقة الاستبدال ونسبتها وموعدها بشروط الإصدار، وتتمتع مثل هذه السندات بمرونة فحاملها يحصل على فوائد ثابتة في فترات الركود، ويمكنه الحصول على حصة من الأرباح في فترات الرواج بعد استبدال السندات بأسهم عادية.

مثال رقم(1):

اصدر البنك العربي سندات بقيمة اسمية 1000 دينار قابل للاستبدال باسهم عادية بمقدار 5 اسهم لكل سند بعد مرور ثلاثة سنوات على تاريخ الإصدار في 2004/1/1.

المطلوب: بيان مبلغ السهم العادي لحامل السند وجدوى عملية الاستبدال؟

اذا ارتفع سعر السهم العادي في السوق الى 230 دينار هل يستبدل السندات بالأسهم؟

ما هي المزايا التي يحصل عليها حامل السندات عند الاستبدال؟

1- مبلغ السهم العادي = $\frac{1000}{5}$ = 200 دينار

نعم لانه يحقق ربح راسمالي 30 دينار للسهم العادي الواحد.

انه يحقق عائد قدره 30 × 5 = 150 دينار لكل سند.

مثال رقم (2)

اشترت شركة الاستثمارات المالية 1000 سند في 2006/4/1 بقيمة 200000 دينار قابلة للاستبدال الى اسهم عادية بمعدل (5) سهم عادي لكل سند وكان تاريخ اصدار السندات في 2006/1/1، فاذا كانت القيمة السوقية لاسهم الشركة المصدرة للسندات 25 ديناروكان معدل خصم السندات 10٪ وفائدة 8٪وفترة الاطفاء 10 سنوات.

المطلوب:- احسب جدوى استبدال السندات الى اسهم عادية

قيمة السند = $\frac{200000}{1000}$ = 200 دينار

1- قيمة السهم العادي عند الاستبدال = $\frac{200}{5}$ = 40 دينار

سادساً:- السندات القابلة للإستدعاء:- وهي تلك السندات التي تمنح الحق للشركة باستدعائها بعد مرور فترة محدده من إصدارها، ويكون ذلك من خلال شراء السندات نقداً من أسواق التداول أو باستدعاء هذه السندات لقاء علاوة إضافية تمنح الى حاملها بالإضافة إلى قيمة السند الأصلية.

وتلجأ الشركة إلى استدعاء السندات للأسباب الآتية:-

أ- عندما تنص شروط إصدار السند على تخصيص جزء من الأرباح كاحتياطي خاص لإطفاء السند، بهدف عدم إحراج الشركة أي احتمال عدم توفر السيولة لديها عند حلول موعد إطفاء السندات.

ب-إذا كانت الشركة بحاجة إلى إصدار جديد وكان الإصدار القديم يتعارض مع متطلبات وشروط الإصدار الجديد أو لاختلاف معدل الفائدة .

ج- لغرض تخفيض أعباء الفوائد التي تلتزم الشركة بدفعها لحاملي السندات، وخاصة في حالة توقع انخفاض إيراداتها المستقبلية وتكون عاجزة عن تغطية قيمة الفوائد المستحقة .

د- في حالة وجود سيولة فائضة لدى الشركة .

هـ- في حالة انخفاض معدلات الفائدة في السوق عن معدل الفائدة للسندات المصدرة، وإمكانية إيجاد بديل أقل كلفة لتمويل إحتياجات الشركة .

ح- التخلص من بعض القيود التي حددت بشروط إصدار السندات كقيد دفع راس المال بالكامل أو بعض الالتزامات التعاقدية الأخرى الناجمة عن الإسناد.

كلفة إصدار السندات وجدوى استخدامها كمصدر للتمويل.

مثال:-

سبق وان أصدرت شركة الزيتون 2000 سند بقيمة 2000000 دينار تستحق الدفع بعد 10 سنوات بمعدل فائدة 5٪ من قيمة السند ،و نتيجة لانخفاض أسعار الفائدة في السوق توفرت للشركة فرصة لإصدار سندات جديدة بفائدة 4.5٪ويتفس فترة الإصدار القديم، على ان تتحمل الشركة كلفة إصدار للسندات الجديدة بمقدار 40000 دينار، ودفع علاوة استدعاء لحملة السندات القديمة بقيمة 50 دينار للسند الواحد وكان معدل الضريبة 40٪ .

المطلوب: بين جدوى إصدار السندات الجديدة؟

علاوة الاستدعاء= 2000 ×50= 100000دينار

كلفة العلاوة الحقيقية= 10000×40٪ = 40000 دينار

الكلفة الحقيقية للإصدار =40000× 40٪ = 16000 دينار

الفائدة على السندات القديمة = 2000000 ×5٪ =100000 دينار

الفائدة على السندات الجديدة = 200000 ×4.5 = 90000 دينار

الوفر السنوي المتحقق = 100000 –90000 = 10000 دينار

الوفر السنوي الحقيقي للفائدة= 10000 ×40٪ =4000 دينار

أجمالي الوفر الحقيقي لمدة 10 سنة = 4000 ×10 = 40000 دينار

الخسارة الحقيقية في حالة إصدار السندات الجديدة=40000– 56000 = – 16000 دينار، إذن لا توجد جدوى من إصدار السندات الجديدة.

حساب الفوائد على السندات.

مثال:

قامت شركة العروبة في 1/ 1/ 2004 باصدار سند قيمته الاسمية 1000 دينار فائدته 6٪تدفع كل ستة اشهر بتاريخ اطفاء 2014.

المطلوب:

1- احسب الفائدة في 1/ 7/ 2004؟

$\frac{1000}{12}$ × 6٪ ×6 =30 دينار

احسب المبلغ المقبوض عند تاريخ الاستحقاق؟

المبلغ المقبوض = فائدة السنة× عدد السنوات+ المبلغ الأصلي للسند

المبلغ المقبوض = فائدة السنة× عدد السنوات+ المبلغ الأصلي للسند

1000 × 6٪ ×1 =60 دينار

المبلغ المقبوض = 60 × 10 + 1000 = 1600 دينار

المقارنة بين أدوات الدين وأدوات الملكية

أولا: من حيث حق التصويت

يحق لحملة الأسهم العادية التصويت في انتخابات مجلس الإدارة وحضور الجمعية العمومية ولا يحق لحملة السندات التصويت.

ثانيا: الحق في ملكية الشركة وارباحها

يحق لحملة الأسهم العادية جزء من أصول الشركة بمقدار مساهمتهم فيها وكذلك في الحصول على الأرباح، ولا يوجد مثل هذا الحق لحملة السندات.

ثالثا: من حيث مدة الاستحقاق

لا يوجد تاريخ استحقاق لحملة الأسهم العادية كونها أبدية مع عمر الشركة بينما سيتم تحديد تاريخ إطفاء للسندات.

رابعا: من حيث الضريبة

لا تحصل الشركة المصدرة للأسهم العادية على أية وفورات ضريبية بينما تعد كلفة الفائدة وفر ضريبي عند إصدار السندات.

2- القروض المصرفية طويلة الأجل(TermLoans)

تعد إحدى مصادر التمويل المتاحة الطويلـة الأجـل والـتي تمنـح مباشـرة مـن الجهاز المصرفي وتكون مدتها اكثر من سـنة، وتمنـح مثـل هـذه القـرض مـن البنـوك ومؤسسات الأموال الأخرى المحلية من داخل البلد أو خارجية من خارجه.

ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالاتفـاق مـع المقـترض وكذلك أسلوب إعادة المبلغ المقترض في المواعيد التي يتفق عليها وتكون على شـكل دفعات مختلفة حسب الاتفاق بين الطرفـين ،وتتوقـف شـروط القـرض علـى تقيـيم المركز المالي وامكانية الطرفين ، وقد يكون سعر الفائدة بنسبة ثابتـة أو عائمـة وتحـدد مقدار العمولة ومواعيد وطريقة التسديد عند إبرام عقد منـح القـرض،بالإضافـة إلى بعض الضمانات التي قد يطلبها المصرف مثل الحفاظ علـى درجـة سـيولة الأصـول ونسبة المديونية ومكونات هيكل راس المال ومقدار الأرباح المسموح بتوزيعها والحـد الادنى من الرصيد الذي يجب الاحتفاظ به.

ان أسباب اختيار التمويل بواسطة القروض طويلـة الأجـل يعـود إلى الصعوبـات التي تواجهها الشركة في إصدار اسهم جديدة أو عدم إمكانيتها في الحصول علـى مصـدر تمويل مناسب،و في بعض الأحيان يشكل هذا النوع من الاقتراض اقل كلفة من المصـادر الأخرى على اعتبار ان الفائدة على القرض والعمولة المدفوعة تخفض من الربح الخاضع للضريبة أي توفر الميزة الضريبية لمثل هذا النـوع مـن مصـادر الأمـوال، مـع الإشـارة إلى وجود عوامل محددة لمبلغ القرض وخاصة في حالة عدم توفر الضمانات الكافيـة لتغطيـة مبلغ القرض أو لمحدودية قدرة المقترض على تسديد الالتزامـات المترتبـة عليـه ،ويعتمـد احتساب كلفة القروض على المبلغ المقترض ومعدل سعر الفائدة وفترة الاقتراض .

ثانيا: مصادر التمويل قصيرة الأجل:-

ان المقصود بالتمويل قصير الأجل ذلك النـوع مـن التمويـل الـذي يسـتخدم لتمويل الاستثمارات الجارية قصيرة الاجل، أي لتغطية الاحتياجات المالية الموسميـة و قصيرة الأجل الخاصة بتنفيذ الأنشطة التشغيلية للمشروعات، وتكون فترة التمويل عادة اقل من سنة لتغطية كلفة دورة الاستثمار سواء أكانت صناعية او تجارية.

أن صافي راس المال العامل يمول بـأموال دائمـة توفـر الحـد الأدنـى المطلـوب لعنـاصر الأصـول المتداولـة كالنقديـة والحسـابات المدينـة والمخزون، أمـا التمويـل التراكمي لتغطية كلفة العناصر المذكـورة فيتـم عـن طريـق التمويـل قصـير الأجـل، وتتزامن الحاجة إلى هذا التمويل مع الزيـادة في أنشطة العمليـات الجاريـة ولغـرض تقدير مدى الحاجة إلى تمويل العلميات الجاريـة يتطلـب معرفـة راس المـال العـامل، ولفـهم المقصــود بـراس المــال العــامل يجـب معرفــة الأصــول المتداولة(currentasset)والخصوم المتداولة (currentlippilits)، والأصـول المتداولـة هي تلك الأصول التي يتم تحويلها إلى نقدية خلال فترة قصيرة من الزمـن، وتتكـون الأصول المتداولة من (رصيد النقد في الصندوق والمصرف، المدينـون،أوراق القبـض التي قد تكون قابلة للخصم أو غير قابلة للخصم، والمخزون يكون على شكل مـواد خام ومواد تحت الصنع و بضاعة تامة الصنـع، والأوراق الماليـة بشـكل اسـتثمارات مالية مؤقتة والإيرادات المستحقة القبض خلال السنة والمصاريف المدفوعة مقدما).

إما الخصوم المتداولة فهي تلك الالتزامات الـتي تسـتحق الدفـع خـلال فـترة قصيرة الأجل لا تتجاوز السنة المالية واهم عناصرها (الدائنـون وقـد يكـون الدائـن مورد تجاري أو بنوك تجارية وأوراق الدفع، مصـروف مسـتحقة الدفـع خـلال مـدة قصيرة، وفوائد السندات وأقساط القروض طويلة الأجل التي تستحق الدفـع خـلال السنة، وكوبونات نقدية تستحق الدفع لحملة الأسهم).

ولغرض معرفة مدى الحاجة إلى مصادر التمويل قصيرة الأجل لابد من معرفة صافي راس المال العامل(Net Work Capital) الـذي يعـرف بأنـه فـائض الأصـول المتداولة عن الخصوم المتداولـة،أن صـافي راس المـال العـامل هـو نـاتج عـن طـرح الخصوم المتداولة من الأصول المتداول، ويعطينا هـذا التعريـف مقياسـا نوعـي عـن درجة الثقة في الأصول المتداول وعلى قدرة المشـروع بالوفـاء بالالتزامـات الجاريـة، ومنه أيضا تزداد قناعة الدائنين الذين يهمهم متانة المركز المالي للشركة ومقدرتها على الوفاء بالالتزامات الجارية ، أن متانة الاستثمار في راس المال العامل من وجهـة نظـر الغير مثل الدائنين والموردين يعزز قدره الشركة على تسديد الالتزامـات عنـد ميعـاد

الاستحقاق، بعبارة أخرى إن هذا المقياس يحدد لهؤلاء الدائنين نسبة الأمان التي تتمتع بها الخصوم الجارية، فكلما زادت نسبة الأصول المتداولة كلما كان دلالة واضحة على مقدرة الشركة في مقابلة التزاماتها بيسر وسهولة.

ويمكن تمويل الأصول المتداولة بواسطة مصدرين أساسيين هما :

أ- مصادر التمويل طويلة الأجل أو الدائمة

أي من خلال رأس المال المدفوع من قبل حملة الأسهم العادية والتي تعتبر بمثابة مصادر تمويل طويلة الأجل،إذ يظهر بشكل استثمار مباشرفي الميزانية العمومية كراس المال المدفوع والاحتياطات الرأسمالية و الأرباح المحتجزة.أو من مصادر مقترضه أخرى وهي السندات والقروض.

ب- مصادر التمويل قصيرة الأجل أو المؤقتة

وهي تلك المصادر التي تهدف إلى تغطية احتياجات الشركة خلال دورة الاستثمار، ولتغطية التوسع في نشاط المشروع خلال فترة زمنية محددة تتناسب مدتها مع دورة الاستثمار، وبذلك فان التمويل قصيرة الأجل يوفر للمشروع الأموال لمواجهة الأعباء المالية في الفترة الواقعة بين دورة الاستثمار وبين بدء الدورة الجديدة ،وعند انتهاء دوره الاستثمار لا يحتاج المشروع إلى التمويل، وبذلك تكون الأموال عاطلة في حاله عدم استثمارها، وخاصه في حالة الحصول على تمويل طويل الأجل إذ ستزداد الكلفة خلال هذه الفترة، وبذلك فان كلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل تكون اقل من كلفة التمويل طويلة الأجل اذا ما تم استخدامها في تلبية الحاجات قصيرة الأجل، كما إن التمويل قصير الأجل يتميز بالسهولة لانخفاض الأخطار التي تتعرض لها المؤسسات المالية المانحة لمثل هذا النوع من القروض ،واهم مصدر من مصادر التمويل قصيرة الأجل هو السوق النقدي الذي يتعامل بأدوات استثمارية قصيرة الأجل، مثل أذونات الخزانة والأوراق التجارية وشهادات الإيداع وتتميز هذه الأدوات بان مدتها اقل من سنة،وتكون درجة خطرها منخفضة نسبيا وتتعامل بهذه الأدوات مختلف المؤسسات المالية والمصرفية والشركات المالية الكبيرة والأفراد

من خلال قبول الودائع بمختلف أشكالها والحسابات الجارية وخلق النقد والحصول على القروض والتعامل بشهادات الإيداع والأوراق التجارية.

انواع مصادر التمويل قصير الأجل

توجد عدة مصادر للتمويل قصير الاجل ويمكن أجمالها بنوعين أساسيين هما الائتمان التجاري والائتمان المصرفي وفيما يلي عرض المفهوم وكلفة وأشكال كل نوع.

أولا:- الائتمان التجاري (Trade credit):-

هو عبارة عن تمويل قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة،ولذلك فان الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط الذي يمنحه التاجر إلى المستهلك لا يعتبر ضمن الائتمان التجاري،لان الشروط الخاصة بمنح الائتمان التجاري تنص على بيع البضاعة والمتاجرة بها، ويحتاج المشتري إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية راس المال العامل، والهدف من الائتمان التجاري هو تلبية الاحتياجات من مصادر خارجية في حالة عدم إمكانية الحصول على القروض المصرفية مع توفر الرغبة عند المورد لبيع البضاعة بالأجل أو لانخفاض كلفة هذا الائتمان، وهناك بعض الظروف التي تساعد على منح الائتمان التجارية وهي الظروف الموسمية وظروف الطوارئ.

ويمكن تعريف الائتمان التجاري من وجهة نظر الإدارة المالية بأنه تسهيلات قصيرة الاجل يحصل عليها المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها ، وأحيانا يحصل عليها بدون كلفة إذا تم منح الائتمان بدون شروط دفع، وفي ضوء ذلك نستطيع القول بان الائتمان التجاري يوفر السيولة النقدية للمشاريع التي لا تستطيع الحصول على الأموال عن طريق وسائل تمويل أخرى بسبب ظرف مالي أو قانوني، ويعتبر الائتمان التجاري أحد الوسائل المهمة في الوقت الحاضر لترويج وتسويق البضاعة، لان منح الائتمان التجاري لا يستند على فكرة الحصول على الأرباح والإيرادات العاجلة بعد كل عملية بيع فقط ، بل ان مانح الائتمان التجاري ينظر إلى الإرباح والإيرادات التي يحصل عليها نتيجة تكرار عمليات البيع للعملاء والمتعاملين

معه الجدد والقدامى، ويهتم بكسب اكبر عدد من المتعاملين الجدد باستمرار وبكميات كبيرة ، وتختلف أهمية الائتمان التجاري في التمويل من مشروع إلى أخر من حيث فترة الائتمان وحجم نشاط المشروع وملاءته المالية وقدرته الائتمانية ورغبته في الاستثمار من خلال هذا المصدر التمويلي، الذي قد يصبح مصدرا أوتوماتيكيا للتمويل إذا كانت هناك فائدة باستخدام هذا المصدر، وتزداد الحاجة إلى الائتمان التجاري مع زيادة حجم المبيعات والإنتاج.

وهناك أسلوبان لمنح الائتمان التجاري هما الحساب الجاري وأوراق الدفع:-

1- الحساب الجاري:-

وهو من اسهل أشكال الائتمان التجاري كونه يتميز بالبساطة وعدم تعقيد الإجراءات الخاصة بمنحه، إذ يتم منح الائتمان بعد التأكد من توفر الحساب الجاري لدى العميل و كونه يتمتع بملاءة مالية جيدة وسمعة في السوق وقدرة على التسديد.

ويتم التعامل بمثل هذا النوع من الائتمان بواسطة أجهزت الاتصال المتاحة أي من خلال استعمال الهاتف والفاكس دون توقيع أي مستند أو مطالبة العميل بتقديم أي وثيقة أو ضمانات وتعد الفاتورة وقيمتها ضمان لتحديد مبلغ الائتمان لصالح المورد، إذ يمكن اعتمادها لغرض المطالبة بحقوقه من العميل إضافة إلى إنها تظهر في ميزانية المورد والعميل في حسابات الذمم المدينة والدائنة.

2-أوراق الدفع :-

هي وثيقة مالية يتعهد بموجبها محررها القيام بتسديد مبلغ البضاعة الموردة أليه في تاريخ محدد ،وتعتبر هذه الوثيقة دليل قانوني على مديونية العميل للمورد لايمكن إنكارها ،اذ يتم استخدام الكمبيالات أو السند الإذني لاثبات عملية البيع على الحساب في بعض عمليات منح الائتمان ، والميزة الأساسية للبيع بهذه الطريقة هي إمكانية خصم قيمة الكمبيالة من قبل المورد لذلك تجعل المورد في مركز قوي خاصة عند حلول موعد الاستحقاق ،و في حالة التأخير عن التسديد يمكن إحالة أوراق الدفع (الكمبيالة) إلى القضاء واحتمال إشهار إفلاس المشتري ،وبالتالي يتجنب

المشتري تحرير الكمبيالات للمورد ويفضل تمويل الاحتياجات المالية عن طريق استخدام أسلوب الحساب الجاري.

العوامل التي تؤثر على منح الائتمان التجاري

1- قوة وملاءة المركز المالي للمورد الذي يحدد مقدار الائتمان التجاري الممنوح للمشتري وفترة هذا الائتمان .

2- رغبة البائع في تخفيض حجم المخزون والتخلص منه واعتبار منح الائتمان إحدى الوسائل الاقتصادية لتخفيض كلفة الخزن وتنشيط المبيعات والحصول على رضا المستهلك وكسب عملاء جدد .

3- درجة خطر الائتمان التجاري أي درجة احتمال تحول الديون إلى ديون معدومة وهذا الأمر مرتبط بنوعية البضاعة وطبيعة العملاء، ودرجة نشاطهم والفترة الزمنية اللازمة لتسويق البضاعة والتي تؤثر على تحديد حجم الائتمان وتكرار الحصول علية.

4- طبيعة السلعة المباعة أي مدى كونها بضاعة جديدة أو موسمية، فأحيانا تتكدس البضاعة في المخازن إذا كانت الكمية المعروضة اكثر من المطلوبة وخاصة في مواسم معينة.

5- اشتداد المنافسة في السوق بين الموردين وموقع العملاء فيه ولتحقيق عنصر الرضا لدى العملاء إضافة إلى معالجة حالة الكساد السائد في الاقتصاد.

تكاليف الائتمان التجاري :-

قد يكون الائتمان التجاري بدون تكاليف عندما لا يضع المورد شروط دفع عند البيع، أما الائتمان الذي يمنح بشروط دفع فيمكن قياس تكاليفه عن طريق مقدار الخصم النقدي الممنوح ، فإذا كانت شروط الدفع (2/ 10 صافي 30 يوم) يعني هذا ان المشتري يحصل على خصم 2٪ إذا دفع خلال عشرة أيام الأولى، وسيدفع 2٪ من قيمة الفاتورة مقابل استعمال الائتمان لمدة عشرين يوما ،وهي كلفة الائتمان إذا لم يدفع خلال العشرة الأيام الأولى ويمكن احتسابها كما يلي .

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{1-\text{نسبة الخصم}} \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الخصم}}$$

مثال

منح أحد الموردين بضاعة بمبلغ 1000 دينار إلى شركة الاتحاد العربي بشروط دفع 2/ 10 صافي 30 يوم.

المطلوب: احسب كلفة الائتمان التجاري إذا علمت ان الشركة لم تستفيد من الخصم الممنوح لها؟

$$\frac{0.02}{1-0.02} \times \frac{360}{30-10} = \frac{0.02}{0.98} \times \frac{360}{20} = 36.6\ \%$$

إن المعدل أعلاه يبين ارتفاع كلفة الائتمان التجاري خاصة في حالة توفر ائتمان مصرفي بفائدة اقل من 36.6 ٪، وعلى الإدارة المالية ان تقرر إمكانية الاستفادة من القروض المصرفية المتاحة بفائدة اقل لكي تتم الاستفادة من الخصم، إذا كان معدل الفائدة على القروض المصرفية مخفضه مقارنة بكلفة الائتمان التجاري.

وهناك عدة طرق يتم بموجبها منح الائتمان التجاري وهي ما يلي:-

1- الائتمان التجاري بدون خصم نقدي ويمنح للعميل بدون شروط دفع، إذ يتم تحديد المدة المسموح بها للدفع دون خصم فمثلا (صافي 30 يوم) يعني ان يتم تسديد ثمن البضاعة خلال (30) يوم فقط دون خصم وبذلك لا يتحمل المشتري أية كلفة من هذا النوع من الائتمان.

2- تحديد مدة الائتمان التجاري مع منح الخصم النقدي، فبالإضافة إلى منح فترة لتسديد قيمة الفاتورة قد يمنح المورد خصم نقدي إلى العميل والخصم هو تخفيض قيمة السلع والبضائع والخدمات المقدمة إذ تم دفع قيمة الفاتورة خلال الفترة الأولى من الائتمان التجاري بهدف تشجيع العميل على سرعة التسديد ،فمثلا شروط الدفع(3/ 15 صافي 40) تعني ان المشتري سيحصل على خصم 3٪ من

قيمة البضاعة إذا قام بتسديد قيمتها خلال الخمسة عشر أيام الأولى، وفي جميع الأحوال يجب ان يسدد قيمة الفاتورة خلال أربعون يوما من تاريخ البيع.

أن منح الخصم النقدي يعود إلى أسباب عديدة على الرغم من تحمل الجهة المانحة للائتمان التجاري تكاليف جراء تقديم هذا الخصم، وتتوافق هذه التكاليف مع درجة الخطر نتيجة وجود احتمال التأخر في التسديد أو تحول مبالغ الائتمان إلى ديون معدومة إضافة إلى كلفة الخصم النقدي الممنوح، والمفروض بالمورد الذي قرر منح الائتمان التجاري قد حدد سعرين للبضاعة التي يتعامل بها حيث يكون سعر البيع خلال الفترة الأولى من شروط الدفع اقل من سعر البيع بالأجل،نظرا لارتفاع درجة المخاطر الناجمة عن عدم التسديد والاستفادة من السيولة المتولدة من التسديد المبكر للائتمان الممنوح، وفي ضوء ذلك فان منح الخصم النقدي يبنى على أساس دراسة تأثير العناصر آلاتية:-

أ-كلفة استعمال مبالغ الائتمان.

ب-الخسائر المحتملة للديون المعدومة.

ج-نفقات منح الائتمان التجاري.

أ- كلفة استعمال الأموال: وهي كلفة مبالغ الائتمان التجاري الممنوح من المورد إلى العميل وتحسب بمقدار الأموال التي ينفقها خلال فترة الائتمان إلى تاريخ تحصيل هذه المبالغ، ان عدد الأيام التي يمنحها المورد كفترة سماح لعدم التسديد في شروط البيع يجب ان تحسب كلفتها على أساس فقدان الفرصة البديلة الناجمة عن عدم استثمارها من قبل المورد،إضافة إلى كلفة تأخير تسديد هذه المبالغ من قبل العميل كلفة الفشل أوقد يفشل في تسديد قيمة البضاعة خلال الفترة المحددة في شروط البيع.

ب- خسائر الديون المعدومة: ان عزوف العميل عن التسديد بشكل مطلق يؤدي إلى تحمل المورد كلفة مبالغ الائتمان التجاري ، ويؤدي الأمر إلى اعتبارها ديون معدومة وتقدر قيمتها كنسبة من مبلغ الائتمان التجاري الممنوح.

ج- **نفقات منح الائتمان:** يتطلب منح الائتمان إنشاء قسم خاص بمنح الائتمان التجاري يقوم بدراسة وفحص المركز المالي للعميل وجمع البيانات والمعلومات عنه للتأكد من ملاءته المالية، إضافة إلى متابعة تسديده للمبالغ التي بذمته، ان عمليات المتابعة والرواتب المدفوعة للموظفين تعد كلفة تضاف إلى تكاليف منح الائتمان التجاري.

أسباب استخدام الائتمان التجاري كمصدر من مصادر التمويل .

1 -**الكلفة:**- ويقصد بالكلفة هنا انخفاض كلفة التمويل عند اعتماد الائتمان التجاري كوسيلة للتمويل وخاصة في حالة استفادة المشتري من فترة الخصم الممنوحة في شروط البيع أو إذا كان الائتمان بدون شروط تسديد،كما ان الانخفاض في الكلفة قد يعود إلى قبول الموردين لمخاطر اكثر من الشركات المالية للمرونة التي يتمتع بها هذا الائتمان، لان هدف منح الائتمان التجاري هو جذب المزيد من العملاء والاحتفاظ بالعملاء الحاليين.

كما ان المورد يقوم بالمقارنة بين كلفة منح الائتمان ومن ضمنها إلغاء بعض الخدمات إلى العملاء، وكلفة استخدام وسائل الترويج الاخرى التي تساعد في زيادة حجم المبيعات ومن ضمنها تخفيض الأسعار وإعداد الحملات والبرامج الإعلانية ومكافأة رجال البيع..

2- **المصدر الوحيد المتاح للحصول على التمويل:**- أي في حالة عزوف المصرف عن منح التمويل أو التشدد في شروط منح الائتمان، يتجه العميل نحو الاستفادة من الائتمان التجاري نظرا" لسهولة الحصول عليه.

3 -**السهولة في منح الائتمان:**- أن طبيعة منح الائتمان التجاري لا تتضمن إجراءات متعددة وروتينية أسوة بالتعامل مع المصارف أو المؤسسات المالية الأخرى، وعادة يتم منح الائتمان بوسائل الاتصال المتاحة ،ويعتمد على فاتورة البيع لضمان الحصول على قيمة الائتمان دون المطالبة بتقديم أية وثائق ،كما ان تعدد حالات التعامل تمنح العميل المرونة أحيانا في تأخير التسديد دون تحمل أية تكاليف جديدة.

4- **المرونة:**- ونقصد بالمرونة ان المورد يستعمل أسلوب البيع بالأجل عند احتياج استخدام هذا الأسلوب دون أية التزامات تجاه العميل، فالمورد الذي يتعامل بالبضائع الموسمية يفضل استخدام أسلوب البيع بالأجل لغرض تخفيض كلفة المخزون،وبالنسبة إلى المشتري فهو يحصل على الائتمان دون تقديم أية ضمانات أو رهن الأصول، ويكون المورد اكثر تفهما لظروف السوق والبيئة الاقتصادية في حالة وجود صعوبات في البيع.

ثانيا: الائتمان المصرفي :-

تحتاج المشاريع عادة خلال دورتها الاستثمارية والتشغيلية إلى التمويل قصير الأجل خلال فترة زمنية محددة لتغطية الاحتياجات خلال هذه الدورة أو التوسع في نشاط المشروع ،وقد تكون هذه الاحتياجات موسمية أو لغرض شراء المواد الأولية أو زيادة تراكم المخزون السلعي،إضافة إلى أيجاد مصادر مالية سائلة لموازنة ارتفاع الذمم المدينة والتي تتزامن مع زيادة المبيعات بالآجل، وكذلك في حالة الحاجة إلى القرض قصير الأجل للاستفادة من الخصم النقدي عند الحصول على الائتمان التجاري.

ولذلك نطلق على القروض قصيرة الأجل تسمية القروض ذاتية التسييل (Self Liquidating) لأنها تساهم في دورة الإنتاج وبيع البضاعة والحصول على قيمة الذمم المدينة، عليه يمكن ان يسدد المشروع القرض بصورة تلقائية من خلال التدفقات النقدية التي يحصل عليها خلال مدة القرض، وعادة يشترط المصرف ان يتم تسديد قيمة القروض في فترة اقل من سنة ،مع الحرص على تطابق الدورة النقدية للمشروع مع فترة القرض المصرفي.

ويعد التمويل قصير الأجل أحد الوسائل المهمة لتغطية الاحتياجات قصيرة الأجل في المشاريع، وتظهر القروض المصرفية في بند الخصوم المتداولة في ميزانية المشروع ويمكن استخدامها من خلال الاقتراض المباشر من البنك أو بواسطة القيام بخصم الكمبيالة المسحوبة على العملاء،وذلك نلاحظ ان الشركة تهتم باختيار المصرف الذي تتعامل معه لغرض الحصول على الأموال والمحافظة على أموالها المودعة في هذا المصرف،

وعلى هذا الأساس فعلى المدير المالي ان يختار المصرف الذي يتعامل معه استنادا إلى الاعتبارات التالية:-

1- **حجم البنك:** ونقصد بذلك إمكانية البنك المالية وحجم المبالغ التي يتعامل بها، فالشركات الكبيرة عادة تختار البنوك الكبيرة لتتعامل معها بهدف توفير احتياجاتها إلى المبالغ الضخمة لتسيير أمورها التشغيلية أو الاستثمارية.

2- **سياسة البنك الائتمانية** أي مقدار الأموال التي يمنحها البنك خلال فترة القرض،وكلفة منح الائتمان والشروط الأخرى التي يطلبها البنك.

3- **مدى تنوع أنشطة البنك** ويقصد بها إمكانية البنك في التعامل مع الأنشطة التجارية المختلفة، ومدى توفر إمكانيات تقديم الاستشارات إلى العملاء المتعاملين معه،وتنوع الخدمات وتطورها في ضوء التطورات الحاصلة في طبيعة الخدمات المصرفية وتحديثها باستمرار.

4- **قدرة إدارة البنك وكفاءته وسمعته ومدى احتمال تعرض المصرف للإفلاس والفشل أو الخسارة**، وهذا بالطبع يؤثر على العميل في موضوع درجة الخطر الذي تتعرض له الإيداعات لدى المصرف.

5- **علاقات البنك الخارجية سواء مع البنوك الأخر أو مع البنك المركزي**، وكلما تحسنت علاقات البنك كلما أدى ذلك إلى تحسين الخدمات المقدمة وارتفاع حجمها، ودلالة على ملاءته المالية وتحسن سمعته وامكانية دخوله في شراكات مع البنوك الأخرى.

في ضوء ما جاء أعلاه على المدير المالي ان يختار بعناية فائقة البنك المناسب لحجم أعمال الشركة وأنشطتها واحتياجاتها المالية.

أنواع القروض قصيرة الأجل

تتنوع القروض المصرفية قصيرة الأجل وتهتم الإدارة المالية بالقروض من حيث الضمانات أي كونها قروض قصيرة الأجل مضمونة أو قروض غير مضمونة. ولذلك يمكن تقسيم أنواع القروض قصيرة الأجل إلى ما يلي:

أ- القروض غير المضمونة:-

يتم اعتماد منح القروض قصيرة الأجل غير المضمونة على أساس إنها قروض تسدد بشكل تلقائي، لتمويلها عناصر الأصول المتداولة التي لها القابلية على التحول باستمرار إلى سيولة نقدية مما يضمن تسديد هذه الالتزامات من النشاط الجاري الذي يمول بهذه القروض ، وتمنح هذه القروض إلى المشاريع في مختلف القطاعات وعلى عدة أشكال وهي الاعتماد المفتوح والقروض المتجددة والقروض الخاصة بعمليات محددة الأهداف:-

1- **الاعتماد المفتوح:-** الاعتماد المفتوح عبارة عن اتفاق غير رسمي بين المصرف والعميل يحدد بموجبه الحد الأقصى لقيمة القرض غير المضمون، ويستفاد العميل من هذا القرض بشكل شبه دائم ، ويمكن تجديد مدة القرض لسنة إضافية اخرى، ويطلب البنك المقرض من العميل تقديم الميزانية المعتمدة من المراجع القانوني لغرض تعزيز متانة المركز المالي .

2- **القروض المتجددة:-** وهي نوع من الائتمان المصرفي قصير الأجل يتعهد بموجبه البنك تقديم قرض إلى العميل لمدة لا تتجاوز السنة، ويحدد قيمة القرض في هذا التعهد الذي يقدم رسميا إلى المستفيد، ويعد هذا التعهد ذو صفة قانونية يلتزم البنك بموجبه بتقديم مبلغ القرض إلى المستفيد لقاء مصاريف التزام بالمبلغ غير المسحوب من قبل العميل،وهذه المصاريف يتحملها المستفيد كجزء من التعويض للبنك مقابل الالتزام بتقديم المبلغ في أي وقت يطلبه المستفيد، ويتم في العادة تجديد القرض لفترة تتجاوز السنة،ونتيجة لعمليات التجديد يعد أحيانا من القروض متوسطة الأجل.

مثال:-

تعهد مصرف الرافدين بمنح شركة المتنبي مبلغ 1000000 دينار وقد استخدمت الشركة مبلغ قدره 600000 دينار خلال فترة التعهد، فإذا كانت الفائدة بمعدل 5٪ وان مصاريف الالتزام 0.05٪. فما هي كلفة القرض المذكور؟

600000 × 5٪ = 30000 دينار مقدار الفائدة

400000 × 0.05٪ = 200 دينار كلفة مصاريف الالتزام

30000 + 200 = 30200 دينار كلفة القرض.

ب- القروض المصرفية المضمونة:-

هي تلك القروض التي تمنح لقاء المطالبة بتقديم ضمانات من قبل الشركات المستفيدة وخاصة تلك الشركات حديثة التأسيس، أو تلك التي تعاني من ضعف في ملاءتها المالية أو المتعثرة في تسديد الالتزامات، وسيطلب البنك من هذه الشركات تقديم ضمانات نظرا لارتفاع درجة الخطر لهذا النوع من القروض بهدف تخفيض مقدار الخسائر المحتملة في حالة التعثر عن تسديد الالتزامات المترتبة عليها.

وقد تقوم بعض الشركات المستفيدة بتقديم الضمانات بهدف تخفيض الفائدة وتحسين شروط القرض، وفي جميع الأحوال فان الإدارة المالية تفضل الحصول على القروض غير المضمونة، لان تقديم الضمان يؤدي إلى تقييد حركة الشركة في التصرف بأصولها في المستقبل،مع الإشارة إلى ان تقديم الضمانات لايعني انتفاء خطر الأنفاق كليا.

ما هي أنواع الضمانات التي تقدم إلى المصارف للحصول على الائتمان:- المصرفي قصير الأجل؟

أبتدءا" لابد ان نقول ان المصرف لا يمنح القرض بنسبة100٪ من قيمة الضمان، لان هذه الضمانات تتعرض إلى عوامل متعددة قد تقلل من قيمتها، ونستطيع ان نقول ان هناك عدد من الضمانات المقبولة من قبل المصرف ومنها ما يلي:

1- **القروض المضمونة بأوراق تجارية :** وهناك نوع آخر جاء نتيجة الانتشار والتوسع في البيع بالأقساط أو على الحساب ويكون الاقتراض هنا بضمان الأوراق التجارية التي تثبت مديونية المشتري وتعهداتهم بدفع هذه الأقساط، وكذلك يقبل الاقتراض بضمان الأوراق المالية بالأسهم والسندات.

2- **القروض المضمونة ببوليصة الشحن للبضائع:** تعد بوليصة الشحن إحدى الضمانات المقبولة من المصارف لتوفر بعض الصفات فيها، ولكونها تمثل شهادة باستلام البضاعة وهي وثيقة مكتوبة بنقل وتسليم البضائع إلى شخص آخر،وتعتبر مستندات تثبت ملكية البضائع المشحونة بموجبها،وتستخدم عادة البوليصة في التجارة الخارجية عندما يسحب المصدر كمبيالة على المستورد ويضعها لدى المصرف مع تفويض المصرف ببيع البضاعة عند رفض المستورد قبول الكمبيالة،أو في حالة عدم دفع قيمتها ويرسل المصرف شهادة الشحن أو البوليصة مصحوبة بالكمبيالة المسحوبة على المصرف المعني في دولة المستورد لأجراء اللازم بصددها وتمنح المصارف القروض بنسبة لا تزيد عن 80٪من قيمة البوليصة.

3- **القرض بضمان المخزون:-** يعتبر المخزون من الموجودات أو الأصول المتداولة، وهو أداة مناسبة لضمان القروض قصيرة الأجل وعادة يقوم المصرف بتحديد مبلغ القرض بنسبة معينة من قيمة المخزون، وتختلف هذه النسبة حسب نوعية السلعة المخزونة، ومن حق المصرف في حالة عدم تسديد القرض ان يقوم ببيع البضاعة لاسترداد قيمة القرض،ويفضل المصرف البضائع القابلة للخزن لمدة معقولة ومدى عدم تعرضها إلى التلف ،وقد تصل قيمة القرض إلى 90٪ من قيمة البضاعة المخزونة، إذ يتم تكليف مندوبين عن المصرف بتقييم البضاعة على أساس قابليتها للخزن ومدة الخزن دون تعرضها للتلف،ومدى كونها بضاعة نمطية ولها القابلية على البيع ومقدار المصاريف المحتمل أنفاقها جراء عملية البيع.

4- **القروض بضمان الحسابات المدينة:-** لقد تم قبول اعتماد الحسابات المدينة كضمانات لتقديم القروض إلى المشاريع، ولغرض الحصول على القروض بضمان الحسابات المدينة يشترط المصرف ان يتم تخصيص المبالغ التي يتم تحصيلها من الحسابات المدينة للجهة المستفيدة من القروض لصالح المصرف، وفي الوقت نفسه ان تمنح الجهة المستفيدة المصرف الحق في تحصيل الحسابات المدينة المخصصة للقروض قصيرة الأجل ، مع بقاء الشركة المقترضة بالتزامها تجاه المصرف بتسديد

أية حسابات مدينة يتخلف أصحابها عن التسديد، ولذلك فالمبلغ الذي يدفع من هذه الحسابات يحول مباشرة إلى المصرف لتسديد قيمة القرض ،وعادة يكون مبلغ القرض بنسبة اقل من قيمة الحسابات المدينة التي يتم تقديمها للمصرف ،ويفرض المصرف في العادة معدل فائدة مرتفع بضمان الحسابات المدينة حسب ارتفاع درجة خطر هذه الحسابات.

طرق احتساب الفائدة:-

يختلف معدل الفائدة حسب أسعار السوق والأداة المستثمر بها فالفائدة على السندات الحكومية تحدد من الدولة وتكون منخفضة نسبيا عن الفائدة في السوق نظرا لانخفاض درجة الخطر ، أحيانا تختلف معدلات الفائدة حسب القطاعات التي تستخدم بها القروض وتهدف الدولة من ورائها تطوير القطاع أو جعله منافسا، كالقروض التي تمنح من قبل المصارف الصناعية أو الزراعية،كما ان بعض المصارف تتعامل بأسعار فائدة مختلفة بحسب طبيعة العميل الذي تتعامل معه، إذ يأخذ بنظر الاعتبار قدرته المالية وسمعته في السوق وأسلوبه في التسديد وعلاقته مع المصرف.

ويمكن احتساب الفائدة وفق الأساليب التالية:-

1- احتساب الفائدة البسيطة (Simple Interest) :-

يتم احتساب الفائدة وفق هذه الطريقة على أساس قيام العميل بتسديد مبلغ الفائدة عند استحقاق القروض مع اصل قيمة القرض ويكون معدل الفائدة الحقيقي مساويا لمعدل الفائدة الاسمي وتحسب كما يلي :-

كلفة فائدة القرض السنوية = نسبة الفائدة × اصل قيمة القرض× المدة

مثال:-

اقترض أحد المستثمرين مبلغ 1000000 دينار بفائدة 5٪ لمدة سنة، المطلوب تحديد مبلغ الفائدة ومعدل الفائدة الحقيقي؟

$1000000 \times 5\% \times \frac{360}{360} = 50000$ دينار كلفة القرض.

معدل الفائدة الحقيقي= $\frac{50000}{1000000} = 0.5$ أو 5٪

أما إذا كان القرض لمدة 180 يوم

$1000000 \times 5\% \times 180 / 360 = 25000$ دينار كلفة الفائدة.

2- الفائدة المخصومة :-

وهي الفائدة التي يتم خصمها من قيمة القرض عند توقيع العقد مع المصرف، ولذلك يسمى بالقرض المخصوم وبموجب هذا الشرط سوف لا يحصل المقترض على كامل قيمة القرض ،وهنا سيختلف معدل الفائدة الحقيقي إذ سيكون اكبر من معدل الفائدة الاسمي، ولمعرفة كلفة القرض الحقيقي يتم احتساب معدل الفائدة الحقيقي بالطرق التالية:-

معدل الفائدة الحقيقي = مبلغ الفائدة ÷ (اصل قيمة القرض – الفائدة المدفوعة)

$1000000 \times 5\% \times 360 / 360 = 50000$ دينار مبلغ الفائدة

$1000000 - 50000 = 950000$ دينار المبلغ المقبوض فعلا من العميل

$\frac{50000}{950000} = 5.26\%$ الفائدة الحقيقة.

3- احتساب كلفة القرض بطريقة الرصيد المعوض:-

تتضمن بعض الشروط عند منح الائتمان المصرفي إلزام العميل بالاحتفاظ بحد أدنى من الرصيد لدى حسابه في المصرف وتتراوح هذه النسبة بين 10٪-20٪ من قيمة القرض، والغرض من ذلك تقوية المركز النقدي للعميل، وان هذا الشرط سيؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي للقرض لانخفاض المبلغ المستثمر فعلا من قبل العميل.

مثال:-

اقترض أحد المستثمرين مبلغ قدره 1000000 دينار بفائدة 5 ٪ لمدة سنة، وقد اشترط المصرف على العميل الاحتفاظ بمبلغ قدره 10000 دينار كحد أدنى لرصيد حسابه في المصرف .

المطلوب: بين معدل الفائدة الحقيقي للقرض ؟

1000000 − 10000 = 990000 دينار المبلغ المستفاد منه فعلا من قبل المستثمر.

1000000 ×5٪× 360/ 360 = 50000 دينار مبلغ الفائدة

$\frac{50000}{9900000}$ = 5.05 ٪ معدل الفائدة الحقيقي.

مثال:-

تتفاوض إحدى الشركات مع المصرف للحصول على الائتمان المصرفي بمقدار 600000 دينار لمدة سنة، وقد قدم المصرف البدائل التالية لتنفيذ القرض.

- تنفيذ القرض بفائدة 14٪ على ان تدفع الفائدة في نهاية مدة القرض وبدون رصيد معوض.
- معدل الفائدة 12٪ ورصيد معوض 22٪ على ان تدفع الفائدة في نهاية مدة القرض.
- معدل الفائدة 10٪ ورصيد معوض 18٪ على ان يخصم مبلغ الفائدة عند توقيع العقد.

المطلوب أي من البدائل المقترحة ستختار؟

الحل:

البديل الأول

600000 × 14٪×360/ 360 = 84000 دينار مبلغ الفائدة

معدل الفائدة الحقيقي = $\frac{84000}{600000}$ = 14 ٪ ....البديل الأول

البديل الثاني

600000× 22٪ =132000 دينار الرصيد المعوض

600000 − 132000 = 468000 دينار مبلغ القرض الإجمالي

600000× 12 ٪ ×360/ 360 = 72000 دينار مبلغ الفائدة

$\frac{72000}{468000}$ =15.3٪ دينار معدل الفائدة الحقيقي للبديل الثاني

البديل الثالث

600000×18٪ = 108000 دينار الرصيد المعوض

600000× 10 ٪ = 60000 دينار مقدار الفائدة

60000+ 108000 = 168000 دينار المبلغ المقتطع من اجمالي القرض

600000− 168000 = 432000 دينار المبلغ المستفيد منه فعلا من إجمالي القرض القرض

$\frac{60000}{432000}$ = 13.8 ٪ معدل الفائدة الحقيقي للبديل الثالث.

سنختار البديل الثالث لان معدل الفائدة الحقيقي يساوي 13.8٪

مقارنة بين الائتمان التجاري وبين الائتمان المصرفي

1- يعتبر الائتمان المصرفي اقل كلفة مقارنة بالائتمان التجاري

2- يعد الحصول على الائتمان المصرفي بمثابة تقييم للشركة ،لان المصرف لا يمنح الائتمان ألا إذا كان متأكد من قدرة الشركة على تسديد خدمة القرض ،وان معايير منح الائتمان المصرفي يقوم في ضوء الدراسات المالية والاقتصادية والتجارية للشركة التي تحصل على الائتمان.

3- يتمتع الائتمان التجاري بالمرونة مقارنة بالائتمان المصرفي سواء من حيث طريقة التسديد او من حيث الاستخدام أو التوسع في الائتمان.

4- لا يطلب مانح الائتمان التجاري أية ضمانات او إجراءات روتينية مقارنة بالائتمان المصرفي.

5- من الممكن الاستفادة من الائتمان التجاري بصورة غير مباشرة عن طريق تأخير معدل التسديد واستخدام الأموال المتاحة في الاستثمارات.

اختيار مصادر التمويل الخارجية

يتأثر اختيار مصدر التمويل المناسب بالعديد من العوامل منها عوامل داخلية تتعلق بالمشرع نفسه وعوامل خارجية فطبيعة السياسات المالية المتبعة وهدف المشروع وإمكاناته المالية وسمعته في السوق وكفاءة الإدارة والنظرة المستقبلية والسياسات المالية والنقدية المعتمدة ومدى توفر التمويل ومصادره وكلفته، كلها عوامل تؤثر على اختيار أسلوب التمويل الأمثل وعلى العموم هناك مصدرين أساسيين للتمويل:-

المصدر الأول:- الاقتراض (Debt)والمقصود هو الحصول على الأموال من الغير على شكل قروض من خلال إصدار السندات أو القروض المصرفية طويلة الأجل.

المصدر الثاني:- الملكية (Equity) وهو المصدر الذي يعتمد على أموال أصحاب المشروع من خلال إصدار اسهم جديدة أو استخدام الأرباح المحتجزة والاحتياطات للتمويل.

ولكلا المصدرين خصائص وكلف وفترة استحقاق وضمانات تظهر من خلال البيانات والمعلومات الخاصة بالإصدار او عقود الاقتراض، والتي تكون بشكل شروط خاصة تتضمنها إصدارات الأسهم والسندات، ونلاحظ اختلاف مصادر التمويل المختارة من مشروع إلى آخر حسب إمكانياته وقدرته على التسديد فالمشاريع الجديدة تعتمد على قدرتها وتمول أصولها من مواردها الداخلية بنسبة كبير من

رأسمالها، نظرا لصعوبة حصولها على الأموال من المصادر الخارجية التي عادة تفرض شروط متشددة عند منحها القروض ،أما المشاريع القائمة والتي تكون على شكل شركات مساهمة وخاصة المتوسطة الحجم فتستطيع ان تعتمد على إصدارات الأسهم العادية والممتازة في تمويل احتياجاتها، والشركات الكبيرة والضخمة التي سمعتها راسخة في السوق تستطيع استخدام كافة الوسائل المتاحة في الحصول على التمويل، إذ إنها تستمد حصانتها من قوة مركزها المالي ومن سمعتها بدرجة كبيرة.

العوامل التي تؤثر على مصادر التمويل:

ان اختيار مصادر الأموال المناسبة أي تحديد الهيكل التمويلي الملائم للمشروع يؤدي إلى تخفيض التكاليف إلى أدنى حد ممكن ، وان اختيار مصادر تمويل الاستثمارات المناسبة يعتمد على العديد من العوامل ذات الطابع التنافسي وأخرى ترتبط بالمشروع وطبيعة أعماله وظروفه والحالة الاقتصادية في البيئة المحيطة، وان مهمة المدير المالي هي اختيار مصدر التمويل المناسب بأقل كلفة مقارنة بالشروط والقيود التي تعرض من قبل الممولين، ويمكن تصنيف هذه العوامل إلى عوامل داخلية ترتبط بالمشروع نفسه وعوامل خارجية و كما يلي:-

اولا :- العوامل الداخلية

1- طبيعة الاستثمارات القائمة والمقترح تنفيذها والتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها ومركز المشروع ودرجة ملاءته المالية.

2- تركيب هيكل راس المال ونسبة المديونية ودرجة سيولة الأصول و نسبة عنصر النقدية من هذه الأصول ومعدل دوران البضاعة في المخزن.

3-أسعار الأسهم للمشاريع المنافسة في السوق المالي،وقدرته على الاستمرار.

4- المخاطر التي يتعرض لها المشروع أو الاستثمارات المقترح تنفيذها.

5-كفاءة إدارة الشركة وسمعتها.

ثانيا:- العوامل الخارجية

هناك العديد من العوامل الخارجية التي تؤثر على اختيار مصدر التمويل نذكر قسم منها على سبيل المثال وهي:-

1- معدل أسعار الفائدة في السوق المالي ومدى توفر البدائل للتمويل .

2- القوانين التي تحكم عملية إصدار أدوات التمويل والشروط المطلوب تحققها عند عملية الإصدار كالضمانات المطلوبة وحجم الاحتياطات الواجب احتجازها.

3- معدلات الضريبة على الدخل.

4- الدورات الاقتصادية من تضخم وكساد اقتصادي ومدى تأثير ذلك على المشروع ونسبة هذا التأثير.

5- طبيعة الاقتصاد والنشاط الاقتصادي ودرجة انفتاح السوق والمنافسة ونوعية الاتفاقيات الاقتصادية الدولية المنظمة أليها الدولة كاتفاقيات منظمة التجارة العالمية والتجارة الحرة بين الدول وغيرها من الاتفاقات.

طرق اختيار مصادر التمويل

تعتمد الطريقة المتبعة في تقييم مصادر التمويل على الهدف من ذلك،ويمكن قياس تكلفة مزيج هيكل راس المال الأمثل من خلال استخدام طريقة التكلفة المرجحة للأموال وأوزانها في ضوء هيكل راس مال المشروع ،وتعتمد طريقة كلفة الأموال بواسطة حساب كلفة التمويل لكل مصدر من مصادر التمويل المختارة،كما يتم استخدام طريقة حساب ربحية السهم الواحد من خلال استخراج معدل الربح للسهم الواحد.

مثال

قررت شركة العراق الصناعية استثمار مبلغ 3000000 دينار لتنفيذ أحد المشاريع، وتستطيع الشركة تغطية كلفة الاستثمار من خلال مصادر التمويل الآتية:

البديل الأول:- إصدار اسهم عادية بقيمة 50 دينار للسهم الواحد.

البديل الثاني:- إصدار اسهم ممتازة بقيمة اسمية 10 دينار للسهم الواحد وبمعدل ربح 6٪.

البديل الثالث:- إصدار سندات عادية بقيمة اسمية 1000 دينار للسند ،بمعدل فائدة 5٪.

وقد كان هيكل رأسمال الشركة الحالي يتكون من المصادر الآتية:-

4000000 دينار سندات بفائدة 4٪

3000000 دينار اسهم ممتازة بمعدل ربح 5٪

8000000 دينار اسهم عادية بعدد (160) ألف سهم.

وقد حققت الشركة المذكورة ربحا في السنة الماضية قدره 2000000 دينار قبل اقتطاع الفوائد والضرائب، فإذا كان الاستثمار الجديد يؤدي إلى زيادة الأرباح بمقدار 25٪ من أرباح السنة الماضية وان معدل الضريبة على الدخل 50٪.

المطلوب: بين افضل مصدر لتمويل الاستثمار الجديد بطريقة العائد للسهم الواحد؟

الحل:

مقدار الزيادة في الأرباح عن الاستثمار الجديد = $2000000 \times \frac{25}{100} = 500000$ دينار.

إجمالي الربح المتوقع بعد توسيع الاستثمار = $2000000 + 500000 = 2500000$ دينار

فوائد السندات القديمة = $4000000 \times \frac{4}{100} = 160000$ دينار

فوائد السندات الجديدة = $3000000 \times \frac{5}{100} = 150000$ دينار

أجمالي كلفة التمويل بالسندات = $160000 + 150000 = 310000$ دينار

حصة الأسهم الممتازة من الأرباح الحالية = $3000000 \times \frac{5}{100} = 150000$ دينار

حصة الأسهم الممتازة من الأرباح المتوقعة $= 3000000 \times \frac{6}{100} = 180000$ دينار

أجمالي كلفة التمويل بالأسهم الممتازة = 150000+ 180000 = 330000 دينار

عدد الأسهم العادية الحالية 160000 سهم

عدد الأسهم العادية في حالة تمويل التوسع بها = $\frac{3000000}{50}$ =60000 سهم

أجمالي عدد الأسهم في حالة التمويل بها= 160000+60000 = 220000 سهم

البيان	البديل الأول	البديل الثاني	البديل الثالث
مصدر التمويل	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أجمالي الأرباح المتوقعة	2500000	2500000	2500000
فوائد السندات (-)	310000	16000	160000
الربح الخاضع للضريبة	2190000	2340000	2340000
ضريبة الدخل 50٪	1095000	1170000	1170000
الربح الصافي	1095000	1170000	1170000
حصة الأسهم الممتازة	150000	330000	150000
الربح القابل للتوزيع	945000	840000	1020000
عدد الأسهم العادية	160000	160000	220000
ربح السهم الواحد	5.90	5.25	4.65

إذن سوف نختار التمويل بالسندات لأنه يحقق اكبر عائد على السهم الواحد بعد إضافة الاستثمارات الجديدة.

أسئلة الفصل الخامس

س 1- تم شراء بضاعة بكلفة 2000 دينار بشروط دفع 2/ 10صافي 40 ،وقد توفرت للشركة بديل بالحصول على المبلغ المذكور بفائدة قدرها 11٪من أحد المصارف.

المطلوب:- بين كلفة الائتمان التجاري وافضل مصدر للتمويل؟

س2- قررت شركة الخور نق عام 2003 توسيع مشاريعها بكلفة 8000000 دينار، وقد توفرت مصادر التمويل التالية:

إصدار اسهم عادية جديدة بسعر 40 دينار للسهم.

إصدار سندات بفائدة 7 ٪.

إصدار اسهم ممتازة بقيمة دينار (200) للسهم وبنسبة ربح 8٪.

ان رأسمال الشركة قبل التوسيع يتكون مما يلي

1800000 دينار اسهم عادية (600000) سهم.

600000 دينار سندات بفائدة 6٪ سنويا.

500000 دينار اسهم ممتازة بأرباح 7٪ سنويا.

وقد بلغت أرباح الشركة عام 2003 (500000) دينار قبل اقتطاع الفوائد والضرب وتوقع الشركة زيادة أرباحها بنسبة 18٪من كلفة الاستثمار الجديد وان معدل ضريبة الدخل 40٪.

المطلوب: بين افضل مصدر لتمويل التوسع في الاستثمار؟

س 3- تمنح الإدارة المالية أهمية كبيرة عند دراسة استخدام التمويل بواسطة إصدار الأسهم العادية، وضح ذلك في ضوء المزايا والعيوب التي تؤشر على التمويل بإصدار الأسهم العادية؟

س4- وضح أهمية معرفة القيمة الدفترية للسهم العادي عند شرائك للسهم المذكور بسعر السوق ؟

س6- بين العوامل التي تشجع المستثمرين واصحاب المشروع على استخدام الأسهم الممتازة في التمويل ؟

س 5- علل حرص الشركات على منح حملة الأسهم الممتازة حقوقهم السنوية وبدون تأخير ؟

س 6- تستخدم الشركة المصدر للسندات حقها في الاستدعاء ،بين العناصر التي تدفعها لاستخدام ذلك ؟

س 7- قررت شركة أور توسيع مشاريعها بكلفة 2000000 دينار ،وقام المدير المالي بإعداد دراسة عن البدائل المتاحة لمصادر تمويل المشروع وقدم المقترحات التالية

أ- إصدار سندات بفائدة سنوية 9٪.

ب- إصدار اسهم ممتازة بربح قدره 11٪.

ت-إصدار اسهم عادية بسعر10 دينار للسهم الواحد.

مع العلم ان الهيكل المالي الحالي للشركة يتكون مما يلي:-

150000 دينار سندات بفائدة 4٪.

124000 دينار اسهم ممتازة بنسبة ربح 5٪.

450000 دينار اسهم عادية (300000 سهم).

وقد بلغت أرباح الشركة لعام 2003 (1240000) دينار قبل الفوائد والضرائب ،وتتوقع زيادة أرباحها بنسبة 5٪ من أرباح السنة الماضية وكان معدل الضريبة 40٪.

المطلوب:- بصفتك المدير المالي للشركة المذكورة بين المصدر التمويلي المناسب الذي تنصح باختياره ؟

س 8- أصدرت شركة الرازي 4000 سند بقيمة 4000000 دينار تستحق الدفع بعد 10 سنوات بمعدل فائدة 6٪ من قيمة السند ، ونتيجة لانخفاض أسعار الفائدة في

السوق اقترح المدير المالي إصدار سندات جديدة بفائدة 5٪ وبنفس فترة الإصدار القديم،على ان تتحمل الشركة كلفة إصدار بمقدار 80000 دينار ،ودفع علاوة استدعاء بمقدار 100 دينار للسند الواحد مع العلم ان معدل الضريبة 50٪؟

المطلوب:- بين الجدوى من تبديل إصدار السندات القديمة بسندات جديدة ؟

س 9- بين العناصر التي تشجع المورد لمنح الخصم النقدي عند استخدام أسلوب الائتمان التجاري في التعامل مع العملاء ؟

س 11- ان الحصول على الائتمان المصرفي يعد تقييم جيد للشركة المقترضة علل ذلك ؟

س 12- تم منح أحد العملاء بضاعة بمبلغ 10000 دينار بشروط دفع3/ 10 صافي 50 يوم.

المطلوب:- بيان كلفة الائتمان التجاري في حالة عدم الاستفادة من الخصم الممنوح؟

الفصل السادس

الأسواق المالية

الفصل السادس

الأسواق المالية

ان التطور الذي حصل في شكل المشاريع والتوسع في تاسيس الشركات المساهمة بعدد كبير نتيجة للتحول نحو الاقتصاد الحر ولتنوع القطاعات الاقتصادية إضافة إلى ازدياد حجم الفوائض المالية نشات الحاجة الى تكوين سوق لتداول الأوراق المالية لهذه الشركات ،والسماح لها بإصدار أنواع جديدة من الأوراق المالية مثل السندات او التعامل مع المشتقات المالية،كل ذلك جعل من إنشاء وتطوير الأسواق المالية أمر ضروري لتداول مجموعة كبيرة من الأدوات المالية لغرض إتاحة الفرصة إلى المتعاملين والمستثمرين بمختلف اتجاهاتهم .

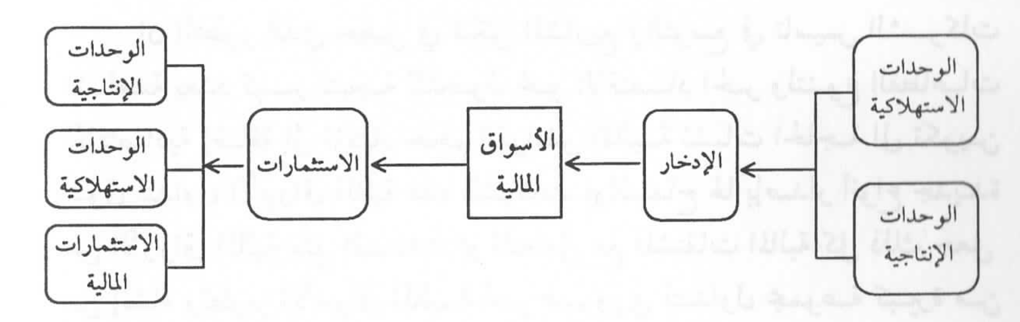
ان توسع الأنشطة والقطاعات والأعمال والظروف الاقتصادية والمالية أدت إلى ضرورة إنشاء الأسواق المالية للحاجة الماسة إلى تبادل الأوراق المالية بيعا وشراء في هذه الأسواق لاهداف مختلفة .

من أهم هذه الاهداف المساهمة في تمويل المشاريع وتوفير السيولة لها واشراك مجموعة كبيرة من شرائح المجتمع في عملية التمويل وتغذية السوق المالي بمختلف مصادر الاموال حيث يتم تداول مجموعة متنوعة من الأدوات المالية ذات صفات وفترات وأغراض مختلفة،إضافة إلى إنها قد تعوض عن التمويل المصرفي في حالة ارتفاع كلفته أو أحجام المصارف عن منح القروض إلى المشاريع التي لديها عجز مالي، ويعد السوق المالي من أهم الوسائل التي يتم بواسطتها تجميع الإدخارات وتحويلها وتوجيهها إلى الأشخاص والمؤسسات لاستثمارها في مشروعات قائمة أو تحت التأسيس وخلق الحقوق والخدمات المالية وتداولها، وكذلك تحويل

الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة والشكل رقم (10) يبين آلية عمل الأسواق المالية والوحدات المتعاملة به.

شكل رقم (10)

آلية عمل الأسواق المالية



والسوق المالي إطار يجمع بين بائع ومشتري الأوراق المالية بوسائل متعددة شرطها الأساسي أن تكون فعالة، بحيث تؤدي في نهاية الأمر إلى أن تتساوى أسعار الورقة المالية الواحدة في أية لحظة زمنية في السوق المالي مع قيمتها الحقيقية، وبذلك فإن السوق المالي موجود أينما توجد وسيلة التبادل بين البائع والمشتري، وبغض النظر عن الكيفية التي يتم بموجبها تنفيذ عمليات الشراء والبيع فقد تكون باللقاء المباشر بينهما أو بواسطة الهاتف أو حتى بواسطة الإنترنت، ويستعين السوق المالي بشريحة من الخبراء لإدارة وتنظيم عمليات التبادل وتوفير المعلومات الدقيقة للمتعاملين في السوق ولفئة المالكين، أما الفئة الثانية العاملة في السوق فهم الوسطاء أو الوكلاء.

إن طبيعة التعامل في السوق المالي يتسم بالمرونة العالية ولذلك تعد الأسواق المالية من أكبر الأسواق تعاملاً بالأموال على المستوى المحلي أو الدولي، وقد ساهم التطور التقني في مجال وسائل الاتصال وتكنولوجيا المعلومات في تسهيل عمليات

التداول خارج الحدود الإقليمية للبلدان، إذ يتم تنفيذ صفقات الشراء والبيع بواسطة الفاكس أو الهاتف أو الإنترنت، مع العلم أن كفاءة وقدرة ومستوى التداول في الأسواق المالية تختلف من دولة إلى أخرى، حسب الإمكانيات وطبيعة الأدوات المالية المتاحة وقوة ومتانة وتنوع القطاعات في الاقتصاد الوطني وارتفاع مستوى المتعاملين، وتلعب أسواق الأوراق المالية دوراً مهماً في إيجاد حلقة وصل بين وحدات الفائض النقدي والوحدات الأخرى التي تعاني من العجز، أي بين مدخرات المستثمرين وبين المشاريع التي تحتاج إلى الأموال، وبذلك فإنها بالإضافة إلى توفيرها أرضية مناسبة لتداول الأموال والحصول على العائد تقوم بمهمة تمويل المشاريع الكبيرة، أي أنها تقدم خدمات من شأنها دفع الاقتصاد نحو النمو من خلال تخفيض كلفة تجميع المدخرات وتمويل الاستثمار مع ضمان حماية مدخرات المستثمرين، بهدف زيادة كفاءة إنتاجية رأس المال، ان مجمل التعاملات في السوق المالي تؤثر على أسعار الفائدة واسعار الأوراق المالية، وتحفز المستثمرون للحصول على البيانات والمعلومات الكاملة عن الشركات واتخاذ القرارات الاستثمارية في ضوء ذلك، مما يساهم في تحسين أداء الشركات المتداول أوراقها المالية في السوق والرقابة عليها ومدى توظيفها لرؤوس الأموال المتاحة بكفاءة، وتوفر الأسواق المالية الأموال بواسطة ترويج الإصدارات الجديدة للأوراق المالية من قبل الشركات تحت التأسيس من خلال الاكتتاب بأدواتها المالية التي تعرضها في هذه الأسواق ، وهي تساهم في تغطية العجز في الفجوة التمويلية التي قد تظهر في بعض الأحيان عند اتباع سياسة متشددة في منح الائتمان المصرفي المتوسط والطويل الأجل، كما أنها تساعد أصحاب المدخرات القليلة على توظيف أموالهم وتنميتها، وحتى تتكون الأسواق المالية بفاعلية يجب أن تتوفر في الاقتصاد مؤسسات مالية وإنتاجية في مختلف القطاعات تساعد على تنمية المدخرات وتشجع الاستثمارات،والسوق المالي عبارة عن مكان أو آلية يتم تداول الأوراق المالية فيه بيعا" وشراء من قبل جمهور المستثمرين.

وظائف الأسواق المالية

1- توفير اشكال متعددة من الأدوات والمجالات الاستثمارية وأتاحتها إلى جمهور المستثمرين لسهولة تداولها وتنوعها.

2- الموائمة بين وحدات الفائض والعجز أي إنها تقوم بتجميع المدخرات من وحدات الفائض وتحويلها إلى وحدات العجز مما يساهم في ارتفاع النمو الاقتصادي .

3- جذب الأموال من خارج البلد للمساهمة في تمويل المشاريع الكبيرة،وقد عزز هذا الدور مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الاقتصادي واستخدام تكنولوجيا المعلومات.

4- تقوم الأسواق المالية بدور الممول للمشاريع الجديدة ويسد الفجوة التمويلية للمشاريع.

5- توفير الحماية للمستثمرين من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصاديا من خلال الشروط التي يفرضها السوق المالي على أدراج الشركات وعلى تداول الأوراق المالية،إضافة إلى إيجاد أنواع من الاستثمارات تساهم في التحوط ضد المخاطر.

6- تستطيع الحكومات من خلال الأسواق المالية ان تنفذ سياستها المالية بواسطة إصدار الأوراق المالية كالسندات الحكومية وبيعها في السوق المالي بفائدة محددة.

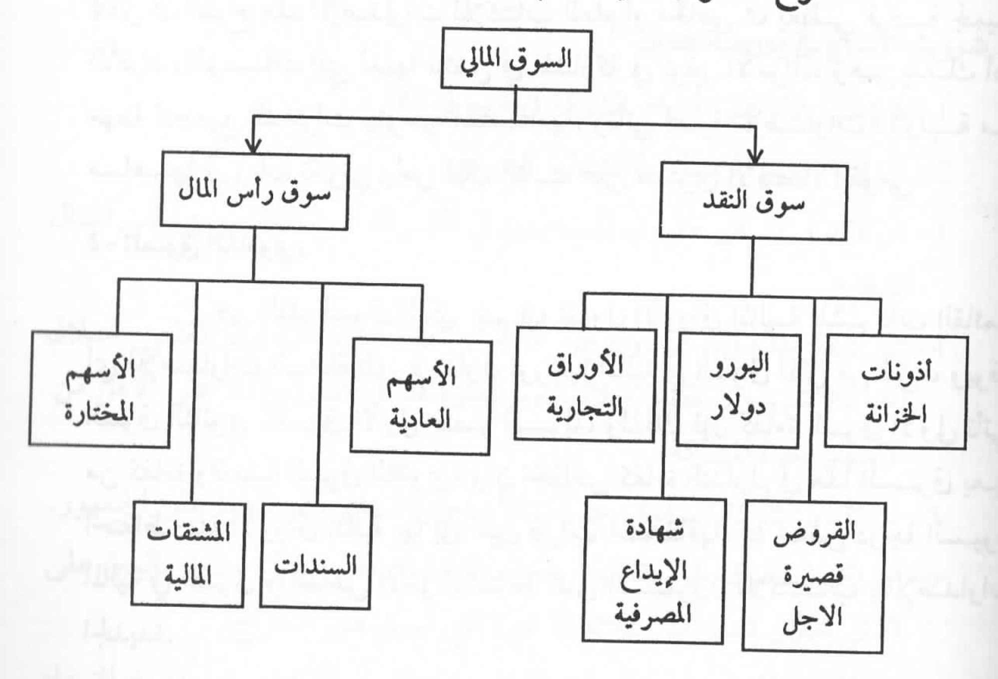
أنواع الأسواق المالية

تهدف الأسواق المالية أساساً إلى إيجاد آلية للتمويل والاستثمار اضافة الى تحقيق الارباح نتيجة تداول الاوراق المالية وتتنوع الأسواق المالية حسب طبيعة الأدوات المعروضة للتداول وطريقة تنفيذ الصفقات،ويمكن تصنيف الأسواق المالية إلى أسواق مالية تهدف إلى تداول أدوات رأس المال وأسواق مالية تضم أدوات سوق النقد،واسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة واسواق المشتقات المالية،أما أسواق النقد فتشمل أسواق الخصم وعمليات السوق المفتوح واسواق النقد تحت

الطلب والشكل رقم (11) يوضح أنواع الأسواق والأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية:-

شكل رقم (11)

أنواع الاسواق المالية حسب الادوات الاستثمارية المتداولة



ويمكن تصنيف السوق المالي حسب شروط الإدراج إلى :-

1- السوق الابتدائي (الأولي):-

هو ذلك السوق الذي يتعامل بالإصدارات الأولية أو الجديدة من الأوراق المالية للشركات التي تؤسس حديثا، ولذلك يسمى بسوق الإصدارات للأوراق المالية للشركات أي عند الاكتتاب بهذه الأوراق لأول مرة، والهدف الأساسي من التداول في هذا السوق هو الحصول على رأس المال الأساسي للمشاريع أو زيادة رأس المال من خلال تمويل المشروعات الجديدة تحت التأسيس أو توسع المشاريع القائمة حاليا، ويتم تداول الأوراق المالية بهذا السوق بصورة مباشرة من خلال

الاتصال بين الجهة المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين سواء أكانوا أفراد أو مؤسسات مالية،أو بصورة غير مباشرة من خلال الوحدات المتخصصة بإصدار وتسهيل تداول هذه الأوراق أي الوسطاء، وتلعب بنوك الاستثمار دوراً كبيراً كوسيط وأحياناً كمتعهد للإصدارات الجديدة للشركات وتسويقها للمستثمر، إذ يمكن ان تطرح هذه الإصدارات للاكتتاب العام أو الخاص مما يعطي فرصة لجميع الأفراد والمؤسسات التي لديها فائض في المشاركة في توفير الأموال، وهو بذلك أداة مهمة لتجميع المدخرات وتوجيه استخدامها، وتأتي أهمية الإصدارات الأولية من مساهمتها في زيادة تكوين رأس المال الثابت على مستوى الاقتصاد القومي.

2- السوق الثانوي:

هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات القائمة أي للإصدارات السابقة التي تم تداول أوراقها المالية في السوق المالي من قبل ، ويوفر السوق الثانوي للسوق الأولى عنصر السيولة، ولذلك فإن كفاءة السوق الأولي تأتي من كفاءة وفاعلية السوق الثانوي، وان انخفاض كفاءة التداول في هذا السوق يعني احتفاظ حملة الأوراق المالية بها إلى حين فترات استحقاقها، مما يخفض درجة السيولة المالية في السوق وانخفاض الأموال المتاحة لدى المستثمرون للاكتتاب بالإصدارات الجديدة.

والسوق الثانوي على نوعين:-

أ- السوق المنظمة او البورصة(Stock)

وهو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة وفق الشروط التي يحددها قانون او نظام السوق المالي، ويدير عمليات التبادل في هذا السوق الوسطاء العاملون به، وتفرض لجنة إدارة السوق المالي العديد من الشروط للموافقة على أدراج الشركات في البورصة، وتختلف هذه الشروط من سوق إلى آخر ومن دولة إلى أخرى، وعلى العموم تتضمن بعض الشروط ان يكون التأسيس استناد إلى قانون الشركات وان يدفع مبلغ محدد من رأسمال الشركة أو ان

لايقل عن مبلغ معين، وان تكون الشركة قادرة على إثبات وجودها في السوق من حيث قبول تداول إصداراتها من قبل المستثمرين إضافة إلى شروط أخرى هدفها حماية المستثمر وسمعة السوق وعمليات التداول وفيما يلي شروط الأدراج في سوقي عمان المالي ونيويورك.

شروط الأدراج في بورصة عمان

1-ان يمضي عام على أدراج الشركة في السوق الثاني.

2- ان تبداء الشركة بممارسة نشاطها الطبيعي.

3- ان لايقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 100٪ من رأس المال المدفوع.

4- ان لايقل عدد ايام التداول عن 20٪ من عدد ايام التداول الكلي خلال آخر 12 شهر وان يكون خلال نفس الفترة قد تم التداول 10٪ على الاقل من الاسهم الحرة للشركة.

5- ان تقدم الشركة الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وعرضهما على الجمهور.

6- ان تكون الشركة قد حققت ارباحا صافية قبل الضرايبة في سنتين ماليتين على الاقل خلال السنوات الثلاثة الاخيرة التي تسبق نقل الادراج.

7- ان لاتقل الاسهم الحرة في الشركة الى عدد الاسهم المكتتب بها بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن:

أ. 5٪ اذا كان راسمالها 50 مليون دينار فاكثر.

ب. 10٪ اذا كان راس مالها اقل من 50 مليون دينار.

إما شروط الأدراج في بورصة نيويورك:-

1. ان لايقل صافي الربح عن5 مليون دولار للسنة الحالية و2 مليون دولار عن السنتين الماضيتين.

2. ان لاتقل الموجودات الملموسة عن 5 مليون دولار.

3. ان لاتقل القيمة الاسمية للموجودات بالشركة عن 18 مليون دولار.
4. ان يملك الجمهور حصة في رأس المال لايقل عن 15 مليون دولار.
5. ان يكون عدد المستثمرين 2000 مساهم ويلك كل واحد منهم 100 سهم على الأقل.

يلاحظ مما رد أعلاه اختلاف شروط الأدراج في السوقين ويعود هذا الاختلاف إلى طبيعة كل من الاقتصاد الأردني والاقتصاد الأمريكي سواء في المكونات أو حجم الأموال أو عدد الشركات وأنواعها وطبيعة الهيكل الإنتاجي والقطاعات المكونة للاقتصاد، ان ذلك خير دليل على ان الأسواق المالية تعبر عن طبيعة الاقتصاد والعناصر الأساسية التي يعتمد عليها.

ب- السوق غير المنظمة (الموازي):-

ونقصد به السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات غير المستوفية لشروط أدراجها في البورصة، ولا يوجد مكان محدد لتداول الأوراق المالية في هذا السوق، وتقوم بهذه المهمة الشركات المالية أو البنوك أو الوسطاء ووفقاً للأسعار المعلنة، و يلعب الوسطاء دوراً أساسياً في هذا السوق الذي يتصف بالديناميكية المفرطة والمرونة العالية، لأن جميع الصفقات تتم بسرعة بواسطة وسائل الاتصال المتاحة ودون الحاجة إلى أن يلتقي البائع مع المشتري،إذ يتم استخدام شبكة اتصالات سريعة تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرون، أي التداول يكون بين حامل الورقة المالية وبين المشتري دون الحاجة لحضور المصدرين ويحدد سعر التداول بالتفاوض بين المتعاملين.

السوق الثالث:

يمكن تداول الأوراق المالية للشركات المسجلة في البورصة أي في السوق المنتظمة داخل السوق الموازي مطلقين على هذه الحالة اسم السوق الثالث.

السوق الرابعة:-

أما إذا تم التبادل مباشرة بين المالك والمستثمر ودون تدخل الوسطاء والدلالين فيسمى بالسوق الرابع، ويكون عادةً هذا التبادل بين مؤسستين ماليتين.

3-الأسواق المالية الاحتكارية:

هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تحدد الجهة المصدرة سعر تداولها،إذ تحتكر تلك الجهات عملية الإصدار وتسعيرة الأداة المصدرة كالإصدارات الحكومية من السندات.

الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي

ان معيار نوع الأدوات المالية المتداولة في السوق تصنف السوق المالي إلى سوق للأدوات قصيرة الأجل والأخرى طويلة الأجل،وتسمى الإصدارات التي عمرها اقل من سنة بأدوات سوق النقد ،أما الأدوات التي عمرها اكثر من سنة فتسمى بأدوات سوق رأس المال وسنتناول كل من أدوات السوقين بشيء من التفصيل، والشكل رقم (11) يبين لنا أهم الأدوات المتداولة في السوقين المذكورين.

ومن الطبيعي أن تستخدم الأموال في المشاريع الاقتصادية في نشاطين أساسيين هما تمويل رأس المال المستثمر وتمويل رأس المال العامل، فالأموال التي يكون مصدرها رأس المال المستثمر تستخدم في تمويل شراء الأصول الثابتة الموظفة في النشاط الرأسمالي، أما الأصول المتداولة فيكون مصدرها رأس المال العامل فتستخدم في تمويل شراء عناصر الأصول المتداولة الموظفة في النشاط التشغيلي، وتوجد العديد من العناصر التي يجب ان نأخذها بعين الاعتبار عند الاستثمار في الأوراق المالية منها معدل العائد المتوقع الحصول عليه ودرجة الخطر ومقدار السيولة التي تتمتع بها،أما بصدد تحديد الأوراق المالية المتاحة فنستطيع أن نقسم هذه الأدوات حسب تداولها في الأسواق إلى نوعين أساسيين هما أدوات سوق النقد وأدوات سوق رأس المال وفيما يلي عرضا للسوقين والأدوات المتداولة فيهما:-

1) سوق النقد (Money Market):-

وهو ذلك السوق الذي يكون مصدراً أساسيا لتمويل المقترضين الراغبين بالحصول على القروض قصيرة الأجل، ويتعامل بها المستثمرون الذين يفضلون تحمل درجة خطر منخفضة عند استثمار أموالهم في الأصول المالية المختلفة ذات السيولة المرتفعة و تحقق لهم درجة عالية من الأمان، وتلعب المصارف دوراً أساسياً مع مؤسسات الوساطة المالية في هذا السوق، ويتمتع سوق النقد بارتفاع درجة سيولة الأدوات التي يتم التعامل بها فيه ،وتتصف بالمرونة العالية إضافة إلى انخفاض تكلفة الصفقات لسهولة وسرعة إنجازها وتنفيذها.

يعود سبب انخفاض درجة الخطر للأوراق المالية المتداولة في سوق النقد إلى كونها أدوات قصيرة الأجل، وأغلب هذه الأوراق المالية صادرة عن المصارف التجارية أو البنك المركزي أو الحكومة وهذه المؤسسات تكون ذات مراكز ائتمانية متين واحتمال عدم الوفاء بالتزاماتها منخفض جداً.

أن وجود سوق نقدي فعال يؤدي إلى تخفيض كلفة التمويل قصير الأجل وإلى زيادة سرعة دوران رأس المال التشغيلي في المشاريع، ثم إلى زيادة الطاقة الإنتاجية لها فينعكس بصورة رواج اقتصادي على مستوى الاقتصاد القومي ككل.

اولاً:- أدوات سوق النقد (Money Market Instrument):-

القروض المصرفية قصيرة الأجل:-

هي تلك القروض التي مدتها اقل من سنة،وان تكاليف هذه القروض هي بمقدار الفائدة المدفوعة،وتستخدم لأغراض تمويل رأس المال التشغيلي للاستثمارات.

اذونات الخزانة (Treasury Bills):-

هي أداة دين حكومية قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين 3-12 شهراً تُصدر من قبل الحكومات، وتعرضها للتداول داخل السوق المالي في كثير من الأحيان لمعالجة عجز مؤقت ولتشجيع الادخار أو للتأثير على معدلات أسعار الفائدة في هذه

الأسواق، وتتصف هذه الأوراق المالية بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة الخطر لانها مضمونة من البنك المركزي أو الحكومات ولكونها أداة قصيرة الأجل فإنها من الأدوات المفضلة لدى المستثمر المحافظ، وتكون أسعار الفائدة منافسة لاسعارها في السوق النقدي، ويتم تداولها على أساس معدلات الخصم إذ يحدد سعر التداول باستخدام ما يعرف بسعر خصم الشراء وسعر خصم البيع، فعند إصدار أذونات الخزانة بقيمة 1000 دينار تستحق بعد سنة فيكون البيع بقيمة 950 دينار ويستلم المستثمر حامل الوثيقة مبلغ 1000 دينار عند موعد الاستحقاق وبذلك فالعائد يكون 50 دينار ويحسب معدل الربح الرأسمالي كما يلي:-

$$\text{معدل العائد} = \frac{50}{950} = 5.2\%$$

وتكون فترة الإصدار لاذونات الخزانة ثلاثة اشهر أو ستة اشهر أو لمدة سنة، وأحيانا تعفي إيراداتها من الضرائب.

3- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول (Certificates Of Deposit):-

بهدف تطوير أدوات سوق النقد ومعالجة انخفاض أسعار الفائدة الممنوحة للمستثمر عند الإيداع في حساب التوفير أو لمعالجة حالة كسر الوديعة عند سحب المبلغ قبل المدة المتفق عليها للوديعة الثابتة تم ابتكار أداة أطلق عليها شهادات الإيداع، وهي عبارة عن وثيقة تصدرها المصارف تثبت حق العميل مقابل وديعة ثابتة بمبلغ معين وتاريخ استحقاق محدد تتراوح بين شهر و18 شهراً وبسعر فائدة محدد أو عائم حسب معدل أسعار الفائدة في السوق،إذ تصدر بقيم اسمية مختلفة ولآجال زمنية متفاوتة وتباع على أساس العائد أو على أساس الخصم ويتم تداول شهادات الإيداع في السوق الثانوي ومن المزايا التي توفرها شهادة الإيداع ما يلي:-

أ- تمنح حاملها الفرصة للحصول على النقد قبل موعد استحقاق الوديعة.

ب- معدل العائد للمستثمر في شهادة الإيداع أعلى من العائد على حساب التوفير ومن عائد السندات الحكومية.

ج- تتميز بدرجة عالية من السيولة والامان نظرا لقبولها من البنك المركزي وتبني إصدارها من المصارف.

4- الأوراق التجارية (Commercial Papers):-

يتم إصدار الأوراق التجارية من قبل مؤسسات مالية تتمتع بمركز ائتماني متين أومن الشركات المعروفة بهدف تمويل احتياجاتها قصيرة الأجل، وتتعهد الجهة المصدرة بدفع مبلغ محدد في تاريخ معين إلى المستثمر وتصدر لحاملها لمدة شهر أو تسعة اشهر، ولكنها تتميز بانخفاض سيولتها وارتفاع درجة الخطر مقارنة بالأوراق المالية الأخرى، كونها غير مضمونة ويعتمد المستثمر على القدرة الايرادية للجهة المصدرة والثقة الائتمانية بها ، ولذلك تصدر بمعدل عائد مرتفع نسبيا وبدخل ثابت ويتم تداولها على أساس سعر الخصم.

5- ودائع مصرفية بعملات اجنبية

لقد تم التداول بهذه الودائع في بادئ الأمر باسم اليورو دولار ثم أصبحت تتعامل بالعملات الرصينة الأخرى، إذ قامت بعض المصارف الأوربية بقبول الودائع بالدولار الأمريكي وتمنح المستثمر فائدة على الإيداع وفي الوقت نفسه تقوم بإقراض الدولار الأمريكي إلى المستثمرين بفائدة أعلى من فائدة الإيداع، خلافا للعرف المصرفي القاضي برد مثل هذه الودائع بالعملات المحلية، ان سوق العملات الأجنبية ساهم في زيادة عرض الأموال بالعملات الأجنبية الأمر الذي قلل من تكاليف التمويل وإجراءات الحصول عليها مما أدى إلى تخفيض أسعار الفائدة .

ثانيا:- سوق رأس المال وأدواته:-

هو السوق الذي يتعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل والهدف من الاستثمار في السوق هو الحصول على الأرباح الرأسمالية والايرادية ومنح الأولوية لهذا الهدف، ويكون سوق رأس المال اكثر تنظيما من سوق النقد والمتعاملين فيه اكثر تخصص وكفاءة واهم الأدوات المتداولة فيه هي :-

1- الأسهم العادية:- وهو كوبون يتم اصداره من الشركات بقيمة اسمية معينه ووفق شروط محددة تمنح لحامله حق ملكية جزء من راسمال الشركة وله الحق في التاثير على قرارات مجلس الادارة او المشاركة في انتخاب اعضاء المجلس ويمنح حق التداول في سوق الأوراق المالية إذ تنقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم.

2- الاسهم الممتازة:- وهو كوبون يتم اصداره من قبل الشركات لقاء نسبة ربح محددة وبقيمة اسمية ويعد من حقوق الملكية ولكنه لايسمح لحامله الاشتراك في انتخاب اعضاء مجلس الادارة ويحصل على الربح قبل حاملي الاسهم العادية.

3- السندات :- وهي كوبونات يتم اصدارها من الحكومة او الشركات العامة وتعد ديون على الشركة اذ يتم اصدارها بقيمة اسمية محددة وسعر فائدة ثابت وله الاولوية في الحصول على حقوقها قبل الاسهم العادية والممتازة.

4- المشتقات المالية:- وهي عقود مشتقة من اصول حقيقية تتعامل باسواق المستقبليات والاجلة والخيارات والمقايضة ويتم التعامل بها لاغراض المضاربة بهدف الحصول على ارباح عالية وتكون درجة خطرها مرتفع ويمكن استخدامها للتحوط ضد بعض المخاطر في السوق وتتكون من الادواة التالية:-

أ- عقود الخيارات.

ب- العقود المستقبلية.

ج- العقود الآجلة.

د- عقود المقايضة.

الفصل السابع

الاستثمارات الرأسمالية

مفهوم وتعريف الإنفاق الرأسمالي

أولاً: أهمية الاستثمارات الرأسمالية ومقومات نجاحها والعوامل المؤثرة فيها

أهمية الاستثمارات الرأسمالية

مقومات الاستثمارات الجيدة

العوامل المؤثرة على الاستثمار

انواع الاستثمارات الرأسمالية

النوع الأول: الاستثمارات حسب الهدف

النوع الثاني: الاستثمارات حسب شكل الإنفاق

ثانياً: أهمية التدفقات النقدية للاستثمارات الرأسمالية

احتساب التدفقات النقدية للمشروع

أسئلة الفصل السابع

الفصل السابع

الاستثمارات الرأسمالية

مفهوم وتعريف الإنفاق الرأسمالي

هو استثمار الأموال المتاحة بأصول طويلة الأجل بشكل امثل لتحقيق العوائد المستقبلية ولعدد من السنين القادمة، ويقع ضمنها ايضا الاستثمار في الأنشطة طويلة الاجل التي تدخل ضمن إطار العمليات التشغيلية والتي عمر الاستثمار بها أكثر من سنة.

والاستثمار عبارة عن أنفاق الأموال في أصول يستخدمها المشروع لفترة طويلة، ويترتب على ذلك أن الإيرادات المتحققة والآثار التي تترتب عليها تستمر لفترة زمنية طويلة ايضا"، ويمكن تعريف الاستثمار بانه أنفاق الأموال لشراء سلع إنتاجية لغرض إنتاج السلع أو الخدمات والحصول على الايرادات المستقبلية.

والهدف من الاستثمار تحقيق نمو حقيقي في الإنتاج، ويؤدي إلى خلق فرص عمل جديدة وزيادة الإنتاج القومي والدخل ورفع مستوى المعيشة وتحقيق النمو في هيكل الإنتاج والعمل على تدريب وتطوير العاملين إضافة إلى زيادة الأرباح والعائد على الاستثمار ورفع سعر السهم في السوق المالي.

ولذلك فان الاستثمارات في الأصول طويلة الأجل تهدف إلى تحقيق الأرباح. وتؤثر الاستثمارات الرأسمالية على قيمة المشروع،إذ أنها تحدد حجمه واتجاهه وسرعة نمو المشروع ودرجة الخطر التي يتعرض لها، ولذلك تهدف الإدارة المالية إلى أن يكون الإنفاق الاستثماري في أنشطة تأتي بعوائد مثالية لان هذه الاستثمارات سوف تربط المشروع بنشاط معين وخط إنتاجي محدد وطريقة تشغيل لا يمكن تغييرها لفترة زمنية قادمة.

ويتم إعدادها ضمن موازنة الاستثمارات (capital budgeting)أو قرارات الأنفاق الرأسمالي(capital expenditure decisions) ويهدف هذا الاستثمار إلى أنفاق الأموال بنشا طات تدر عوائد مجدية اقتصاديا يتوقع الحصول عليها في المستقبل ولفترات طويلة قادمة ، أي يتم توزيع العائد المتوقع منها على عدد من السنين القادمة بسبب طول عمر هذه الاصول وتشغيلها.

ان هذه الاستثمارات سوف تجعل المشروع يمارس نشاط معين من الإنتاج وطريقة محددة من الاعمال لفترة زمنية طويلة الأجل،وهو نوع من المبادلة أو التضحية بالأنفاق الحالي أو المبدئي بإيرادات مستقبلية متوقع الحصول عليها.

ومن جانب اخرى فقد تكون القرارات الاستثمارية عبارة عن إضافة أو تعديل أو تبديل للاصول الثابتة الطويلة الأجل للمشاريع القائمة حاليا، والاستثمار من الناحية المالية يعني التخلي عن أيرادات مالية سائلة مقابل توقع الحصول على مكاسب مالية بديلة في فترات زمنية لاحقة ، وتكون المبالغ المنفقة على الإستثمار الرأسمالي عادة كبيرة الحجم، ولذلك كلما كانت الإيرادات اكبر من المصروفات المنفقة على الاستثمار كان هذا الاستثمار ناجحا ومفيدا، ونظرا لان مثل هذه القرارات ستؤثر على المشروع ومستقبلة فان التخطيط لتنفيذها يعتمد على التنبؤ الطويل الأجل، وعلية فان أي أخطاء في التقدير أو التكاليف قد تؤدي إلى نتائج خطيرة على المشروع ،لان إضافة مصنع جديد اوخطوط او خط إنتاجي جديد يعني الارتباط بموقع ونوع وكلفة محددة طول العمر الإنتاجي للاصل مما يتطلب اعتماد دراسات جدوى اقتصادية دقيقة،وأن تكون القرارات الاستثمارية للمدير المالي مثالية او اقرب إليها.

وبعد أعداد الميزانية التقديرية الرأسمالية الطريقة المفضلة لتحديد مقدار التدفقات النقدية الداخلة والخارجة الناجمة عن الاستثمار الرأسمالي، مما يعني ضرورة ادخال بعض المفاهيم الأساسية عند إعداد الميزانيات الرأسمالية واتخاذ القرارات الاستثمارية كالقيمة الزمنية للنقود لمعالجة طول الفترة الزمنية للمكاسب المتوقع الحصول عليها واختيار أسعار الخصم وتاثير اسعار الفائدة ومعدلات التضخم

ودرجة النمو والاستقرار الاقتصادي وطبيعة المنافسة والنظام الضريبي واحتساب الكلفة والعائد والخطر.

ولخلق دوافع حقيقة لتحويل الفوائض المالية إلى استثمارات يجب أن تتوفر العديد من العوامل الأساسية لانجاح هذه الاستثمارات منها ارتفاع درجة الوعي الاستثماري وتوفر المناخ الاقتصادي، القانوني، الاجتماعي والسياسي مع توفير الامان وحماية حقوق المستثمرين إضافة إلى وجود سوق مالي كفوء وفعال في المكان والزمان المطلوبين للاستثمار، وان توفر هذه الأسواق شروط العمق والاتساع ، والديناميكية وسرعة الاستجابة (Resiliency) للأحداث.

وفي ضوء ما ورد إعلاه يمكن تعريف الاستثمار الرأسمالي على أنه مقدار التضحية التي يتحملها المستثمر بمنفعة حالية يمكن تأجيل تحقيقها إلى المستقبل بقصد الحصول على منفعة مستقبلية اكبر من تلك التي يمكن إشباعها ألان ،وهو بهذا المعنى التخلي عن أموال يمتلكها المستثمر في الوقت الحاضر مقابل الانتظار لفترة زمنية مقبلة بهدف الحصول على تدفقات مالية لاحقة تعوض عن القيمة الحالية لهذه الأموال، وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم مع توفير عائد مجزي مقابل تحمل المخاطر الناجمة عن تغير الظروف واحتمال عدم الحصول على التدفقات المتوقع الحصول عليها مستقبلا، لان جميع الاستثمارات تعتمد التنبؤ لحصر تدفقاتها النقدية ولها قيمة مستقبلية غير مؤكدة، ولذلك فان المنطق الاقتصادي العقلاني يفرض على الإدارة العليا والمالية أن تختار المشاريع الاستثمارية الكفوؤة ذات الجدوى الاقتصادية العالية والتي تعظم قيمة المشروع في نهاية المطاف.

ومن هنا يمكن تعريف الاستثمار الرأسمالي :-

هو التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها عن طريق الاستهلاك بهدف إلى الحصول على منفعة مستقبلية اكبر يمكن تحقيقها من إشباع مستقبلي عن طريق زيادة الدخل ثم الاستهلاك.

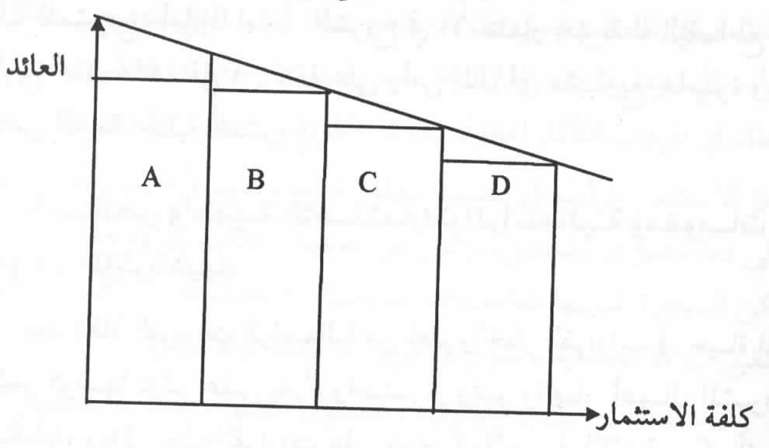
وبمعنى اخر يمكن ان نقول ان الاستثمار الرأسمالي هو (التخلي عن أموال يملكها المستثمر في الوقت الحاضر مقابل الانتظار لفترة زمنية مستقبلية بهدف الحصول على تدفقات مالية لاحقة تعوض عن القيمة الحالية لهذه الأموال وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم، إضافة إلى الحصول على عائد مجزي مقابل تحمل الخطر الناجم عن تغير الظروف واحتمالات عدم تحقيق التدفقات النقدية الداخلة المتوقع الحصول عليها في المستقبل) ولذلك على المدير المالي أن يختار المشاريع الاستثمارية الكفوءة ذات الجدوى الاقتصادية والفنية التي تعظم قيمة أو ثروة المشروع، فالمفروض بالاستثمارات الرأسمالية أن تحقق أكبر إيراد ممكن لتغطية احتمال عدم تحقيق التدفقات النقدية المتوقعة.

ولغرض تحديد حجم الاستثمار الأمثل لكل مشروع يتطلب الأمر تحديد النقطة التي يتساوى بها المردود الحدي للاستثمار مع الكلفة الحدية للاستثمار ولتحقيق هذا الهدف يجب أن تحقق الاستثمارات الرأسمالية اكبر أيراد ممكن، ولتحديد حجم الاستثمار يتطلب الأمر الوصول إلى النقطة التي يتساوى بها المردود الحدي للاستثمار (Internal rate return) او المرود الداخلي أو معدل العائد Marginal Efficiency of investment) والكلفة الحدية للاستثمار (Marginal of capita)

فالمشاريع المذكورة بالشكل رقم (12) مرتبة حسب القيمة التنازلية للمردود الحدي للاستثمار الذي يقاس على المحور العمودي، أما كلفة الاستثمار الرأسمالي فتقاس على المحور الأفقي،فإذا افترضنا أن الكلفة الحدية للأموال المستثمرة ثابتة لجميع المشاريع فان حجم الاستثمار الأقل هو تلك الكلفة التي تقابل التقاطع الحدي للاستثمار، والشكل رقم (13) ادناه يبين لنا كيفية تحديد نقطة التقاطع، ونلاحظ إذا توقف المشروع عن الاستثمار قبل التقاطع فإنه سيخسر أرباح محتملة، وبالتالي فإن إدارته المالية لم تعمل على تعظيم القيمة الحالية للمشروع، والاستثمار بعد نقطة التقاطع يعني أنها ستقبل بمشاريع تحقق عائدا اقل من كلفة رأسمالها أي أنها ستقبل بمشاريع خاسرة مما يخفض من تعظيم القيمة الحالية للمشروع.

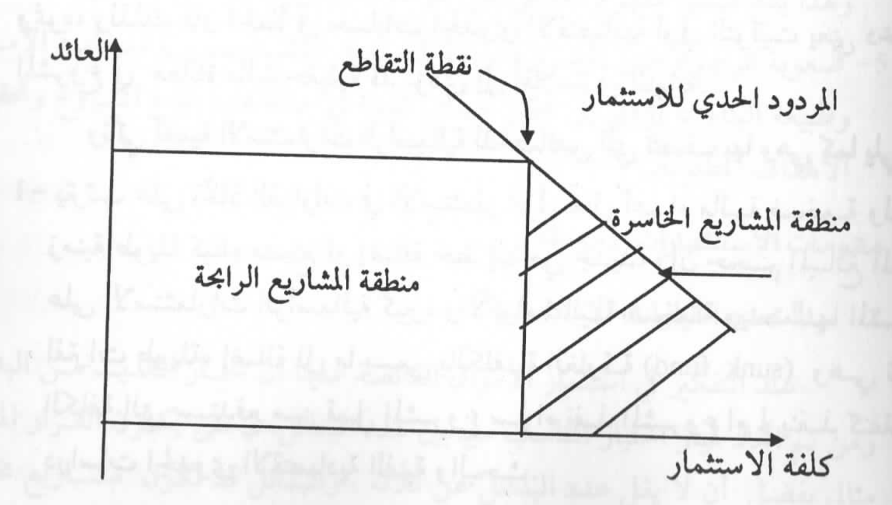
شكل رقم (12)

كلفة الاستثمار والعائد لكل فرصة استثمارية



الشكل رقم (13)

كيفية تحديد نقطة التقاطع



ويبين لنا الشكل (13) بأنه إذا توقف المشروع عن الاستثمار قبل نقطة التقاطع فإنه سيخسر أرباحا محتملة، وهذا يعني عدم المساهمة في تحقيق هدف تعظيم القيمة الحالية للمشروع، أما إذا استمر المشروع في الاستثمار بعد نقطة التقاطع فإنه يقبل بمشاريع تحقق عائدا اقل من كلفة على رأس المال أي مشاريع خاسرة وهذا معناه انخفاض القيمة الحالية للمشروع.

أولاً: خصائص وأهمية الاستثمارات الرأسمالية ومقومات نجاحها والعوامل المؤثرة فيها:

يعد اتخاذ القرارات الرأسمالية من أهم وأخطر القرارات في حياة المشروع او المستثمر كونها تؤثر على بقاء واستمرار ونمو واتجاه أعمال المشروع الحالية والمستقبلية، وتؤثر هذه القرارات على طبيعة الأصول الثابتة ومكوناتها وكلفها والرافعة التشغيلية للمشروع وكذلك تزيد من قيمة الأصول المتداولة للمشروع .

ان الاستثمارات الرأسمالية لها خصائصها وهذا يعني ان قرارات الاستثمار الرأسمالي تحدد في المدى البعيد مستقبل المشروع وسمعته المالية ومدى استمراريته ونموه، ولذلك فان الخطأ في حسابات الجدوى الاقتصادية أوفي التوقيت يعني دخول المشروع في معاناة مالية حقيقية قد تؤدي إلى افلاسة في النهاية.

وتأتي أهمية الاستثمارات الراسمالية للخصائص التي تتصف بها وهي كما يلي:-

1- يترتب على اتخاذ القرارات في الاستثمار الرأسمالي أعباء مالية ضخمة ولفترة زمنية طويلة كبناء مصنع أو إضافة خط إنتاجي جديد، وإن حجم المبالغ المنفقة على الاستثمارات الرأسمالية كبير، والأعباء المالية ضخمة ويتحملها المشروع لفترات طويلة، إضافة الى ما يسمى بالكلفة الغارقة (sunk fund) وهي تلك الكلفة التي ستدفع من قبل المشروع سواء نفذ المشروع ام لم ينفذ كنفقات دراسات الجدوى الاقتصادية الفنية والبحث.

2- تتعرض النفقات الرأسمالية لدرجة خطر كبيرة جدا، كونها لا تعطي عائد أو ربح سريع في الفترة قصيرة الأجل، وان أي خطا في تقدير مدى نجاح هذا

الأنفاق في توليد التدفقات النقدية يؤدي إلى نتائج تؤثر على قيمة المشروع، وان كلفة الخطأ عالية تؤثر على أعمال المشروع وترفع من درجة الخطر المالي والتشغيلي له مع ضرورة تحديد درجة الخطر التي يتعرض لها الاستثمار الرأسمالي، وما إذا كان العائد يتناسب مع درجة الخطر، ويتطلب ذلك المقارنة بين العائد في ظروف التأكد (معدل العائد الخالي من الخطر) والعائد مقابل الخطر.

3- أن الاستثمار الرأسمالي يتطلب عملية قراءة وتقييم لأحداث مستقبلية تعتمد على دقة التنبؤ في المستقبل، والتى هي عمليات معقدة كونها خاضعة لعناصر لا يمكن السيطرة عليها كالظروف السياسة،الاقتصادية ، ،التطور التكنولوجية، التغييرات الاجتماعية ،الذوق والظروف الأمنية والاستقرار .

وان التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها نتيجة للاستثمار الرأسمالي تتحقق بعد فترة طويلة ولسنوات مستقبلية قادمة، وهي غير مؤكدة وتتعرض لتاثير جملة عناصر كما ذكرنا سابقا.

4- تتطلب إعداد دراسات مقارنة دقيقة لغرض مقارنتها مع الاستثمارات البديلة وهذا يقع ضمن مفهوم التخلي عن عوائد الفرص البديلة عند اختيار الاستثمار.

5- صعوبة الرجوع عن المشروع او تبديله بعد التنفيذ بسبب ضخامة الأموال وطبيعة البناء مما يؤدي إلى تحقق خسائر كبيرة في حالة عدم نجاح المشروع وتحقيق الأهداف المطلوبة.

مقومات الاستثمارات الجيدة:

1- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية:

عند التفكير في استثمار الأموال الفائضة علينا أن نختار العديد من البدائل ومن ثم اتخاذ قرار اختيار المناسب من بين هذه البدائل، وحتى يكون القرار المتخذ مثالي يفضل أن لا يقل عدد البدائل عن ثلاثة ، والبدائل قد تكون مشاريع مختلفة ضمن القطاع الواحد او حسب القطاعات أو في مختلف الأدوات الاستثمارية المتاحة

أو حسب المناطق الجغرافية أو حسب الدول بعد ان ازدادت مظاهر العولمة والإنفتاح الاقتصادي.

2- مبدأ الملائمة:

ونقصد بذلك ملائمة نوعية وحجم وتكنولوجيا الاستثمارات لطبيعة المستثمر، أي ان تتلائم هذه الاستثمارات المختارة مع طبيعة المشروع وكفائته وخبراته لتسهيل مهمة ادارة هذه الاستثمارات .

3- مبدأ الخبرة والكفاءة :

لكي ينجح المشروع الاستثماري الذي يتم اختياره من المفضل ان يحمل المستثمر قدر كبير من الكفاءة والخبرة أو نقوم بالاستعانة بالمستشارين ممن لديهم الخبرة والكفاءة القادرة على الاختيار من بين البدائل المعروضة .

4- مبدأ تنويع المخاطر الاستثمارية

حتى يتم توزيع وتقليل درجة الخطر التي يتحملها المشروع يتطلب الأمر القيام بعملية التنويع لأن تنويع الأدوات الاستثمارية يؤدي إلى تخفيض الخطر وفي ضوء العلاقة بين العائد والمخاطر نقوم باختيار الأدوات الاستثمارية الملائمة والتنويع يجب ان يكون محسوب وإيجابي وبمعامل ارتباط سلبي بين الأدوات المختارة.

العوامل المؤثرة على الاستثمار :

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على ارتفاع حجم الاستثمارات في اي بلد من البلدان ومن هذه العوامل :

1- الاستقرار السياسي: ويعد من أهم المتغيرات التي تؤثر على الاستثمار، إذ أن عدم الاستقرار السياسي يؤثر على حجم الاستثمارات لان البلد غير المستقر سياسيا يعيش في دوامة الاضطرابات وانخفاض حجم الطلب وتذبذ الاسعار وقيمة العملة وارتفاع التكاليف بسبب ارتفاع معدلات التضخم وكلها عوامل ومتغيرات تؤثر على الاستثمارات.

2- الاستقرار الاقتصادي: أي استقرار استراتيجيات الدولة فيما يتعلق بالأيدولوجية التي يقوم عليها الفكر الاقتصادي للحكومة هل هو تدخلي أو انفتاحي ؟ وكذلك ما يتعلق بموقف ميزان المدفوعات ومعدلات التضخم والبطالة وحجم الديون الخارجية كلها عوامل تؤثر على قرار الاستثمار .

3- سعر صرف العملة: من أهم العناصر التي تؤثر على حجم وأنواع الاستثمارات أسعار صرف العملات لأن انخفاض وارتفاع اسعار الصرف يؤثر على الرقم القياسي للأسعار وتكاليف الانتاج ومستلزمات الانتاج، وعلى الربح المتوقع فكلما كان سعر الصرف ثابت ومستقر أدى الى ارتفاع معدل الاستثمار.

4- أسعار الفائدة: تؤثر أسعار الفائدة في حجم الاستثمارات لمختلف القطاعات الاقتصادية فارتفاع أسعار الفائدة مثلا يؤدي الى انخفاض قيمة السندات ، وكذلك قد يؤدي الى ارتفاع تكاليف التمويل للمشاريع فسعر الفائدة له دور مؤثر على قرار الاستثمار.

5- الدخل القومي ومعدل التبادل التجاري: للدخل القومي ومعدل نموه تأثير كبير على الاستثمارات فنمو الدخل القومي معناه زيادة في الطلب الكلي وزيادة في حجم المبيعات وزيادة في الأرباح مما يحفز على الاستثمار .

6- الاستثمارات والسياسات الحكومية: تلعب السياسات الحكومية دور كبير في التأثير على قرارات المستثمرين كونها تعمل على تبسيط اجراءات الاستثمار وخلق المحفزات للمستثمرين ومنحهم الاعفاءات الضريبية أو التأثير على الاستثمار باتجاه الركود او الرواج نظرا لما تتمتع به الدولة من إمكانية كبيرة في التأثير على السياسات المالية والنقدية وفي الدخول كمستثمر ومشجع للاستثمارات أو العكس .

7- التضخم: للتضخم النقدي في اقتصاد بلد ما تأثير كبير على الاقتصاد في ذلك البلد لأن التضخم يؤدي الى ارتفاع الأسعار ومن ثم ارتفاع التكاليف، مما يؤثر على الأرباح والقدرة الشرائية للنقود، فكلما انخفض معدل التضخم كلما أدى الى تشجيع الاستثمارات وإيجاد أرضية مناسبة لزيادة حجمها.

◆ أنواع الاستثمارات الرأسمالية :-

النوع الأول: الاستثمارات حسب الهدف :-

1-استثمارات احلالية (Replacement):-

وهي استثمارات تهدف إلى إحلال المكائن والمعدات الجديدة بدل القديمة وان سبب الاستبدال هو أما لاستهلاك الآلة او بسبب التقادم التكنولوجي ويتخذ قرار الإحلال عند المقارنة بين التكاليف المستقبلية في حالة الاستمرار في استخدام الالة القديمة والتكاليف عند استخدام الالة الجديدة و تنخفض درجة الخطر على مثل هذا النوع من الاستثمارات لعدم تغير طبيعة المنتج .

2- استثمارات ابتكاريه أو تطويرية(Investment in Different Type of Product):

وهي التي تعتمد على التغيرات التكنولوجية لتلبية أذواق المستهلكين او لمواكبة التطور التكنولوجي وزيادة القدرة على المنافسة ،وتتعرض مثل هذه الاستثمارات إلى ارتفاع درجة الخطر نتيجة لتغير طبيعة المنتج نفسه، فإنتاج فرشاة الأسنان بالبطارية قد لا تجذب المستهلكين بحجم كبير وبذلك يكون الخطر اكبر من حيث عدم تقبل المستهلك لمثل هذا النوع من الانتاج وبالتالي سيخسر المشروع كلفة البحوث والانتاج على مثل هذه السلع ومعناه ارتفاع درجة الخطر وبالمقابل يتوقع المشروع ارتفاع العائد في حالة رواج السلعة الجديدة المبتكرة.

3- الاستثمارات التوسعية Expansions :-

وتهدف هذه الاستثمارات إلى توسيع الطاقة الإنتاجية للمشروع نظرا لحصول المشروع على اسواق جديدة ويكون القرار الاستثماري على اساس جدوى القيام بتوسيع الطاقة الانتاجية من خلال المقارنة بين الدخل الناتج من الايراد الاضافي والتكاليف الاضافية طول حياة المشروع ويمثل صافي الزيادة في الايراد العائد على الاستثمار الاضافي، وتنخفض درجة الخطر فيها نسبيا' إذا لم يحصل أي تغير في طبيعة السلعة المنتجة.

النوع الثاني: الاستثمارات حسب شكل الإنفاق :-

1- استثمارات في الأراضي والجوهرات والذهب :-

وتكون طبيعة الإنفاق لهذا الاستثمار عبارة عن تدفق نقدي خارجي عند الشراء وهو عبارة عن قيمة الأصل المدفوعة الى البائع أي قيمة الأرض والذهب، أما التدفق الداخلي فيتمثل في ثمن بيع الأصل عند اتخاذ قرار البيع والفرق بين التدفقين هو مقدار الربح أو الخسارة المتحققة ويمكن التعبير عنها بالشكل التالي:-

تدفق خارجي

سنوات الاستثمار

1 2 3

التدفق الداخلي

2- الاستثمارات في الأوراق المالية (الأسهم والسندات):-

تكون التدفقات النقدية الخارجية عبارة عن المبلغ المدفوع عند الاستثمار في الأسهم والسندات، أما التدفقات الداخلية فتتمثل بالإيرادات الجارية التي يحصل عليها المستثمر سواء أكانت سنوية أو نصف سنوية إضافة إلى العائد الرأسمالي الذي يحصل علية المستثمر عند بيع الأسهم والسندات في نهاية الفترة ويمكن التعبير عن هذه التدفقات كما يلي:-

تدفق خارجي

السنوات

1	2	3	4	
إيراد جاري	إيراد جاري	إيراد جاري	إيراد جاري	تدفق داخلي (ربح رأسمالي + +إيراد جاري

3- الاستثمارات في الأصول الثابتة كالمكائن والمعدات والسيارات :-

ويترتب على هذا الاستثمار تدفقات نقدية خارجية قد تكون في سنة واحدة أو عدد من السنوات خلال فترة الإنشاء، ومرحلة التشغيل وتحصل هذه الاستثمارات على التدفقات طول عمر الآلة أو الأصل إضافة إلى قيمة الخردة في نهاية العمر الإنتاجي لهذه الأصول وتكون العوائد الجارية هي التي يعول عليها عند اتخاذ قرار الاستثمار ويمكن التعبير عن هذه التدفقات كما يلي:-

الشراء والإنشاء | السنة 1 | السنة 2 | السنة 3

إيراد جاري | إيراد جاري | إيراد جاري | قيمة الخردة

4- الاستثمار في العقار :-

ان التدفقات الخارجية عبارة عن مبلغ شراء العقار ومصاريف الحيازة، أما التدفقات الداخلية عبارة عن الإيرادات الجارية الناجمة عن استثمار العقار إضافة إلى قيمة بيع العقار في نهاية فترة الاستثمار ويمكن التعبير عنها بالشكل التالي:-

إجمالي كلفة الشراء

تدفق جاري | تدفق جاري | تدفق جاري | قيمة بيع العقار

◆ أهداف الاستثمارات الرأسمالية :-

يعد الهدف الأساسي من الاستثمارات الرأسمالية وزيادة الإرباح وتحقيق النمو في معدل العائد على رأس المال المستثمر، وزيادة الإيرادات الناجمة عن

المبيعات بسبب زيادة الطاقة الإنتاجية للمشروع وتخفيض كلفة الوحدة الواحدة وتخفيض سعر البيع وبالتالي زيادة عدد الوحدات المباعة تخفيض كلفة الإنتاج نتيجة توسيع المشروع وفي حالة زيادة المبيعات يتم تخفيض الكلفة الثابتة للوحدة الواحدة.

◆ أهمية الاستثمارات أو أهمية قرارات الاستثمار :-

لكي نعرف أهمية اتخاذ القرار الاستثماري لابد من التعرف على خصائص الاستثمارات الرأسمالية ومدى انعكاس طبيعة هذه الاستثمارات على القرار ويمكن اختصار هذه الخصائص بما يلي:-

1- صعوبة الرجوع عن تنفيذ المشروع الاستثماري أو تبديله بعد انجاز العمل نظراً لارتفاع حجم الأموال المستثمرة في الاصول الثابتة لمثل هذه المشاريع.

2- إن محصلة الإنفاق الرأسمالي ترتبط بالتغيرات طويلة الاجل في البيئة، وهذه البيئة قد تفرز نتائج غير مؤكدة وتتضمن نتائج في الامد طويل الأجل عكس التنبوءات في مرحلة التنفيذ ولذلك تترتب على التدفقات المالية المتوقعة مخاطر عديدة.

3-إن كلفة الخطأ في الاستثمار الرأسمالي مرتفعة بسبب طبيعة هذه الاستثمارات التي لا يمكن تغييرها الى استثمار آخر وارتفاع كلفها وصعوبة تغيير مخرجاتها نحو منتجات أخرى.

4-إن التدفقات النقدية المتوقعة تبنى على أساس التنبؤ بالإحداث مستقبلاً وعملية التنبؤ نفسها غير مؤكدة بسبب تأثرها بالعوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتكنولوجية .

◆ العوامل المؤثرة على اتخاذ القرار الاستثماري :-

1- نوعية الاستثمار الملائم لإستراتجية المشروع في تحقيق معدلات النمو المطلوبة.

2- حجم الأموال اللازمة ومصادر تمويلها التي يجب أن تكون بأقل التكاليف بهدف زيادة ربحية المشروع.

3- درجة الخطر الذي تتعرض له التدفقات النقدية في المستقبل وطبيعة هذه المخاطر من حيث كونها مخاطر داخلية او خارجية، ومدى ارتباط الاستثمار

المقترح بالمشاريع الأخرى ودرجة استقلاليته عنها، وتأثير كل ذلك على درجة الخطر الكلية للمشروع.

4- التنبؤ بحجم الايرادات المتوقع الحصول عليها مستقبلا ومدى تغطيتها للالتزامات المالية المترتبة على تنفيذ وتشغيل المشروع وتحقيق العائد المطلوب من قبل المستثمر.

5- دراسة البيئة الاقتصادية المحيطة بالمشروع ومدى إمكانية تطور واستقرار المشروع وكيفية التعامل مع عناصر البيئة من حيث طبيعة المشاريع المنافسة وقدراتها الإنتاجية ودرجة تأثيرها على السوق، وطبيعة العملاء ونفسيتهم (سيكولوجيتهم) وتطور الذوق العام ومستوى المعيشة ودرجة التطور التكنولوجي.

◆ **تخطيط الاستثمارات :-**

تتطلب عملية تخطيط الاستثمار في المشاريع العديد من العناصر الأساسية التي تساهم في اختيار وتنفيذ المشروع بأسلوب علمي معتمدين دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية لتحقيق الهدف الأساسي من الاستثمار.

ولابد أن تمر عمليات التخطيط لإنشاء مشروع جديد مقترح بالمراحل التالية:-

1- مرحلة تحضير المشاريع.

2- مرحلة تقييم المشاريع.

3- مرحلة اختيار المشاريع .

4- مرحلة تنفيذ المشاريع .

1- مرحلة تحضير المشاريع أو الفكرة الأولية للمشروع:-

ترتبط هذه المرحلة بالأهداف التي يرغب المشروع في تحقيقها،وتكون المشاريع في هذه المرحلة عبارة عن مقترحات أولية وفق الأهداف التي يتطلع إليها المشروع

،فقد يرغب بزيادة الطاقة الإنتاجية من خلال إضافة خطوط إنتاجية جديدة او تنويع المنتجات او تخفيض كلفة الإنتاج او إنتاج سلعة جديدة.

2- مرحلة تقييم المشاريع:-

يتم في هذه المرحلة تقدير كلفة الاستثمار والعائد المتحقق ومقدار التدفقات النقدية الخارجة والداخلة للمشروع على طول عمره الاقتصادي، ويتم اختيار طريقة تقييم الاستثمارات المناسبة والمعايير الملائمة للمساعدة في اختيار أفضل المشاريع في ضؤ دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية لها.

3- مرحلة اختيار المشاريع:-

وهي المرحلة التي يتم من خلالها اختيار أفضل البدائل المتاحة استنادا الى المعايير الموضوعة لذلك (مقارنة مع الفرص البديلة،المقارنة مع الخطط، مشاريع مكملة للمشروع، التكلفة التاريخية وإمكانية تخفيضها).

4- مرحلة تنفيذ المشاريع:-

وتتطلب هذه المرحلة تحديد مصادر تمويل المشروع وتكاليف هذه المصادر وتخصيص المبالغ اللازمة للتنفيذ وإعداد الموازنة النقدية التقديرية والموازنة الرأسمالية للمشروع ووقت التنفيذ وتاريخ الانتهاء ومرحلة التشغيل التجريبي.

ثانياً: أهمية التدفقات النقدية للاستثمارات الرأسمالية

ونقصد بالتدفقات النقدية مقدار التدفقات النقدية الداخلة للمشروع والخارجة منه خلال مدة الاستثمار، والتدفقات النقدية الداخلة عباره عن الارباح الصافية السنوية التي يحققها المشروع مضافا اليها مصروف الإستهلاك السنوي للأصول الثابتة وبذلك فان طريقة احتساب مصروف الاستهلاك السنوي على الاصول الثابتة تؤثر على قيمة التدفق النقدي السنوي للمشروع،وتعتمد عملية تقدير التدفقات النقدية على التنبؤ بها سواء أكان ذلك فيما يتعلق بمقدار وحجم الانفاق الرأسمالي او الايرادي الناجم عن هذا الاستثمار.

فالتدفقات الخارجة تتحدد عن طريق التنبؤ بالانفاق المبدئي على طول فترة التنفيذ من خلال تحديد كلفة التشغيل وكلفة الاستثمار الراسمالي وهي مؤكدة تقريبا اذا ما اعتمدت على دراسات دقيقة للتكاليف، أما فيما يتعلق بالتدفقات النقدية الداخلة للمشروع فتتطلب القدرة على دقة التنبؤ بحجم هذه التدفقات للمشروع والتي تعتمد أساسا على تقدير حجم المبيعات، وهذه يتطلب دراسات دقيقة في ما يتعلق بطبيعة السلعة المنتجة وحجم المبيعات المتوقعة وطبيعة العملاء الحاليين والمستقبليين والسلع المنافسة والتغيرات المحتملة...... الخ من العناصر المؤثرة والمحددة للمبيعات إضافة إلى تحديد قيمة الخردة في نهاية العمر الإنتاجي للمشروع، آخذين بنظر الاعتبار المعايير والأسس المحاسبية التي تحدد طريقة احتساب الإستهلاك السنوي وتأثير ذلك على احتساب قيمة التدفقات النقدية للمشروع .

احتساب التدفقات النقدية للمشروع

من اكثر الطرق شيوعا في احتساب صافي التدفق النقدي السنوي للمشروع هي طريقة الارباح بعد الضريبة التي تأخذ بنظر معدل الضريبة ومقدار الاستهلاك للمشروع ويمكن احتسابها وفق المعادلة التالية :-

$$CF = EAT + int\,(1-T) + DEP$$

CF = التدفق النقدي

EAT = الارباح بعد الضريبة

Int = الفائدة

T= الضريبة

DEP = الاستهلاك السنوي

مثال: (1)

فيما يلي حساب الأرباح والخسائر التقديري لأحد المشاريع ولكل سنة من سنوات عمر المشروع:-

المبيعات	600
تكلفة المبيعات	(400)
اجمالي الربح	200
الاستهلاك السنوي	(100)
الربح قبل الفوائد والضرائب	100
الفوائد	(10)
الربح الخاضع للضريبة	90
ضريبة 40٪	36
الربح بعد الضريبة	54

المطلوب:- استخراج قيمة التدفق النقدي للمشروع باستخدام طريقة الارباح بعد الضريبة:-

$$CF = EAT + int\,(1-T) + DEP$$

$$CF = 54 + 10\,(1-0.40) + 100$$

$$CF = 60 + 100$$

$$CF = 160$$

مثال (2):

تبلغ كلفة الاستثمار الجديد لاحدى الشركات الصناعية (144000)دينار، و العمر الانتاجي المتوقع لهذا الاستثمار (10) سنوات وتقدر الايرادات الاجمالية (المبيعات) 30400 دينار سنويا، فاذا علمت ان الشركة تعتمد طريقة القسط الثابتة لتحديد قيمة الاستهلاك وان ضريبة الدخل (50٪) وان كلفة الفائدة 1000 دينار

المطلوب:- استخراج صافي التدفق النقدي للمشروع المذكور

الحل:-

المبيعات	30400
الاستهلاك (144000 ÷10)	(14400)
الربح قبل الفوائد	16000
الفوائد	(1000)
الربح الخاضع للضريبة	15000
ضريبة 50٪(0.50×15000)	(7500)
صافي الربح	7500

ويمكن استخراج النتيجة بالمعادلة التالية:-

$$CF = 14400 + (1 - 0.50)1000 + 7500$$

$$CF = 22400$$

التدفق النقدي للمشروع لفترة 10 سنوات = 22400×10 =224000

تكلفة المشروع =(144000)

صافي التدفق النقدي =224000− 144000 = 80000 دينار.

أسئلة الفصل السابع

س1:- علل ما يلي:

1- ان الاستثمار في الاصول الثابتة له اهمية كبيرة في حياة المشروع ؟

2- ارتفاع درجة الخطر في الاستثمارات الابتكارية؟

3- ان القرارات الاستثمارية تقوم على اساس التدفقات النقدية وليس على اساس حجم الربح المحاسبي؟

4- تؤثر طريقة احتساب الاستهلاك السنوي للاصول الثابتة على قيمة التدفق النقدي السنوي للمشروع؟

5- انخفاض درجة الخطر في المشاريع التوسعية؟

س2:- تبلغ كلفة الاستثمار لشركة الاتحاد الصناعية (250000)دينار، و العمر الإنتاجي المتوقع لهذا الاستثمار (15) سنة وتقدر الإيرادات الإجمالية (المبيعات) 45000 دينار سنويا، فاذا علمت ان الشركة تعتمد طريقة القسط الثابتة لتحديد قيمة الاستهلاك وان ضريبة الدخل (30٪) وان كلفة الفائدة 2000 دينار

المطلوب:- استخراج صافي التدفق النقدي للمشروع المذكور ؟

س3:- أن التخطيط للاستثمار في المشاريع يتطلب العديد من المراحل الاساسية التي تساهم في اختيار وتنفيذ المشروع باسلوب علمي يحقق الهدف الاساسي من الاستثمار، اذكر هذه المراحل مبينا اهمية كل مرحلة ؟

س4:- بين تأثير البيئة على قرار الاستثمار الرأسمالي؟

س5:- ما هي الكلفة الغارقة التي يتحملها المشروع الجديد؟

الفصل الثامن

طرق تقييم الاستثمارات في ظروف المستقبل الأكيد

أولا: فترة الاسترداد

ثانيا: صافي القيمة الحالية

ثالثا: العائد الداخلي

رابعاً: معدل العائد المحاسبي

أسئلة الفصل الثامن

الفصل الثامن

طرق تقييم الاستثمارات في ظروف المستقبل الأكيد

(*Investment Appraisal Method*)

أولا:- طريقة فترة الاسترداد Payback Period :

تعتمد هذه الطريقة على الفترة الزمنية اللازمة لاسترداد الأموال التي أنفقها المشروع الاستثماري كأساس عند قبول الاستثمار واتخاذ القرار بذلك، وتحسب هذه الطريقة عن طريق مقارنة إجمالي قيمة التدفقات النقدية الخارجة من المشروع بالتدفقات النقدية الداخلة ويكون القرار باختيار الاستثمار الأفضل عندما تكون قيمة التدفقات النقدية الداخلة اكبر من كلفة الاستثمار والتي نسترجع بها كلفة الاستثمار بأقل مدة ممكنة.

والهدف الاساسي من استخدام هذه الطريقة هو نقدي أي قياس درجة سيولة المشروع المقترح تنفيذه والتدفقات المالية التي يحققها و تستند هذه التدفقات على اهمية طبيعة دورة راس المال التشغيلي، ومدى امكانية تعظيم الأرباح المتحققة او بمعنى آخر الاعتماد على زيادة معدل دوران راس المال التشغيلي كأساس عند اتخاذ القرار الاستثماري بدلا من التركيز على تحقيق زيادة في هامش الربح، وتهدف هذه الطريقة الى الحصول على اكبر سيولة نقدية كافية من التدفقات النقدية الداخلة لإعادة راس المال المستثمر في اقل فترة زمنية بعد تلبية الالتزامات النقدية المترتبة على تشغيل المشروع ويهتم بهذه النسبة المستثمرون الذين يرغبون في سرعة استعادة الأموال المستثمرة.

يمكن استخدام هذه الطريقة في تقييم الاستثمارات الصغيرة وكذلك الاستثمارات ذات التكنولوجيا عالية التطور بهدف تخفيض خطر الاستثمار فيها كونها ترتبط بالتغيرات التكنولوجية التي تؤثر على ذوق ومدى استفادة المستهلك منها كمشاريع إنتاج أجهزة الهاتف النقال والكومبيوتر .

مزايا فترة الاسترداد

1- أنها تؤمن إعادة رأس المال المستثمر في اقرب فترة زمنية ممكنة.

2- تمتاز بسهولة احتسابها ولا تحتاج الى وقت كبير الانجاز العمليات الحسابية المستخدمة في استخراجها.

3-انها تؤمن حماية الأموال المستثمرة في المشاريع ذات التطور التكنولوجي السريع من ارتفاع درجة الخطر من خلال سرعة اعادة كلفة راس المال المستثمر.

احتساب طريقة فترة الاسترداد

يمكن استخدام المعادلات التالية في استخراج فترة الاسترداد

1-فترة الاسترداد (اذا كانت التدفقات النقدية متساوية) =

$$\frac{\text{كلفة راس المال المستثمر}}{\text{التدفق النقدي السنوي (الثابت)}}$$

2- اما في حالة اختلاف التدفقات النقدية السنوية للاستثمار فنقوم بجمع التدفقات النقدية للسنة الاولى مع السنة التي تليها حتى تتساوى هذه التدفقات مع كلفة راس المال المستثمر.

وفي حالة اختلاف قيمة التدفقات المجمعة مع كلفة الاستثمار نستطيع احتساب عدد الشهور لتكملة فترة الاسترداد بقسمة قيمة المبلغ المتبقي من مبلغ الاستثمار الأصلي على التدفقات النقدية للسنة الأخيرة ونضرب النتيجة في عدد اشهر السنة وكما يلي:-

$$\text{المدة المتبقية من فترة الاسترداد} = \frac{\text{كلفة الاستثمار - التدفقات النقدية المجمعة}}{\text{التدفقات النقدية للسنة التالية}}$$

فترة الاسترداد= عدد سنوات التدفقات التي لا تغطي الإنفاق الرأسمالي + المدة المتبقية من فترة الاسترداد

مثال:

ترغب شركة الاتحاد العربي تنفيذ مشروع بكلفة (1000) دينار وقد عرض على المدير المالي بديلين لتنفيذ هذا المشروع وكانت التدفقات النقدية لكل بديل كما مبين ادناه:-

المطلوب: اي من البديلين ستختار لتنفيذ المشروع؟

السنة	A	B
1	500	100
2	400	200
3	100	300
4		400
5		500
6		600

البديل (A):

500 +400+ 100= 1000 دينار

فترة استرداد البديل A = 3 سنوات

البديل (B):

100+200+300+400= 1000 دينار

فترة الاسترداد = 4 سنوات

يتم اختيار البديل (A) لأنه سيؤدي إلى استرجاع رأس المال المستثمر بفترة أقل من فترة استرداد البديل (B).

مثال:

يرغب أحد المستثمرين استثمار مبلغ (3000) دينار وقد عـرض عليـه بديلـين كانت التدفقات النقدية لهما كما يلي:

السنة	التدفق النقدي A	التدفق النقدي B
1	1500	300
2	1200	600
3	900	900
4	300	1200
5	–	1500
6	–	1800

المطلوب: أي من البديلين ستختار باستخدام طريقة فترة الاسترداد:

الحل :

فترة استرداد البديل (A):

$1500 + 1200 = 2700$ دينار

$\frac{3000-2700}{900} \times 12 = 4$ أشهر

فترة استرداد البديل (A)= 2.4 سنة

– فترة استرداد البديل (B):

$300 + 600 + 900 + 1200 = 3000$ دينار

فترة استرداد البديل (B) = 4 سنة

نختار البديل A لان فترة الاسترداد اقل.

مثال:

عرض على المدير المالي البدائل التالية وطلب منه اختيار البديل الأفضـل باستخدام طريقة فترة الاسترداد:

	A	B	C
قيمة الاستثمار	6000	6000	6000
متوسط الدخل السنوي	1000	900	1200
العمر الإنتاجي	7	8	5

المطلوب: اختيار البديل المناسب لطريقة فترة الاسترداد وبين رأيك بعيـوب هـذ الطريقة كوسيلة لاختيار البديل الامثل ؟

الحل:

فترة الاسترداد

البديل A = 6000 ÷ 1000 = 6 سنوات

البديل B = 6000 ÷ 900 = 6.66 سنوات

البديل C = 6000 ÷ 1200 = 5 سنوات

نختار البديل C لان فترة الاسترداد اقل

الانتقادات الموجهة إلى فترة الاسترداد

1- إنها تهمل التدفقات النقدية المتحققة بعد فترة الاسترداد وبمعنى آخر أنـها تحسب الإيرادات التي يحققها المشـروع بعـد فـترة اسـترداد كلفـة راس المـا وتتحيز للمشاريع التي تعطي عوائد في السنوات الأولى من عمرها الاقتصادي ولا تهتم بالمشاريع التي تعطي معظم عوائدها في الأجل الطويل.

2-أنها لا تدخل في حساباتها القيمة الزمنية للنقود.

3-أنها لا تهتم بمقدار العائد على الاستثمار لإهمالها العوائد بعد فترة الاسترداد مهما كان حجمها كما أنها لا تحدد العائد الذي يمكن تحقيقه بعد فترة الاسترداد.

المفاضلة بين المشاريع عند استخدام فترة الاسترداد

يمكنك أن نستخدم الجدول التالي للمقارنة بين المشاريع حسب فترة استرداد رأسمالها

البيان	فترة الاسترداد (سنة)	المعدل = 1 / فترة الاسترداد × 100 معدل عائد فترة الاسترداد	درجة المفاضلة
المشروع الأول	4	٪25	3
المشروع الثاني	3	٪33	2
المشروع الثالث	2	٪50	1
المشروع الرابع	5	٪20	4

يلاحظ اننا سنختار المشروع الثالث وذلك لانه يسترجع 50٪ من رأس المال المستثمر سنويا وبالتالي انه يسترجع كامل مبلغ الاستثمار خلال فترة سنتين.

من ناحية ثانية فان فترة إنشاء المشروع يجب أخذها بنظر الاعتبار عند المقارنة بين البدائل وعند حساب فترة الاسترداد.

ثانيا: طريقة صافي القيمة الحالية (Net Present Value) :

تهتم هذه الطريقة بالقيمة الزمنية للنقود وتدخل في حساباتها جميع التدفقات النقدية المتحققة للمشروع مخصومة بمعدل خصم يحدد القيمة الحالية للنقود الناجمة عن التدفقات النقدية للمشروع.

أن المقصود بالقيمة الحالية للنقود هي ان القيمة الحالي لدينار اليوم اكبر من قيمته بعد سنة أو في السنوات اللاحقة ويتم خصمه بمعدل خصم مختار يأخذ بنظر الاعتبار العناصر التالية:-

1- كلفة الفرصة البديلة والتي تحسب على أساس العائد الذي يمكن ان نحققه من استثمار الأموال المتاحة لدينا ويمكن إعادة استثماره للفترات الأخرى.

2-التحسب لمعدل التضخم السائد في الاقتصاد بصورة عامة والذي يؤثر على القدرة الشرائية للنقود.

3-درجة الخطر التي تتعرض لها التدفقات النقدية في المستقبل.

وتستخرج هذه الطريقة باستخراج القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع تحققها والناجمة عن الاستثمار (بعد خصمها بمعدل خصم محدد يمثل كلفة رأس المال في السوق المالي) مطروحا من هذه القيمة كلفة الاستثمار المبدئي.

ويمكن استخدام المعادلة التالية في استخراج صافي القيمة الحالية للاستثمارات:-

صافي القيمة الحالية = مجموع التكرارت لتدفقات النقدية × القيمة الحالية لدينار خلال ن من السنوات - كلفة الاستثمار المبدئي

ص ق ح = مج (ر=1+ن ... ن) ق × ح − ك

ص ق ح= صافي القيمة الحالية

ن= عدد السنوات

د= التكرارات

ق= التدفقات النقدية

ك= كلفة الاستثمار المبدئي

ح= القيمة الحالية للدينار خلال (ن) من السنوات

وتشير هذه المعادلة الى أن صافي القيمة الحالية للمقترح الاستثماري يستخرج من فرق القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الناجمة عن هذا الاستثمار وبين الكلفة المبدئية اللازمة لتنفيذه.

وعند المفضلة بين البدائل الاستثمارية نختار الاقتراح الذي يحقق أعلى قيمة موجبة لصافي القيمة الحالية، وفي كل الأحوال يجب ان يكون صافي القيمة الحالية رقما موجبا أي ان معدل العائد الذي سيتولد من الاستثمار الجديد يزيد على معدل العائد المطلوب الذي تم اختياره كمعدل خصم، اي انه يزيد على كلفة الاموال المستخدمة لتمويل الاستثمار الجديد، مع الإشارة إلى ان هذه الطريقة تحسب على أساس التدفق النقدي وليس على أساس الربح المحاسبي.

كما ان معدل الخصم الذي نختاره في حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية يساوي الحد الأدنى من العائد المطلوب على الاستثمار من قبل المشروع(أي ان معدل الخصم اكبر من معدل الفائدة على القروض في السوق المالي) ويتم اختيار معدل الخصم المناسب حسب طبيعة القطاع او الاقتصاد الذي يستثمر به المشروع.

مثال:-

ترغب شركة بابل لانتاج الكومبيوتر المقارنة بين مشروعين استثمارين يقترح تنفيذهما بكلفة (1000) دينار فاذا علمت ان معدل الخصم (10٪) وكانت التدفقات النقدية للمشروعين كما يلي :-

السنة	التدفق النقدي A	القيمة الحالية للدينار بمعدل خصم (10٪) A	القيمة الحالية للتدفقات النقدية A
1	500	0.959	479.5
2	400	0.826	330.4
3	300	0.751	225.3
4	100	0.683	68.3
5	-	-	-

السنة	التدفق النقدي A	القيمة الحالية للدينار بمعدل خصم (10٪) A	القيمة الحالية للتدفقات النقدية A
6	-	-	-
المجموع	-	-	1103.5

المجموع:-1103.5

صافي القيمة الحالية A =1103.5 - 1000 = 103..5 دينار

2. البديل الثاني (B):

السنة	التدفق	القيمة الحالية للدينار بمعدل خصم 6٪	القيمة الحالية للتدفقات النقدية
1	100	950.9	96.9
2	200	0.826	165.2
3	300	0.751	225.3
4	400	0.683	273.2
5	500	0.621	310.5
6	600	0.564	4338.
		.	1408

صافي القيمة الحالية = 1403.5-1000 = 403.5

نختار المشروع (B) لأنه يحقق لنا أعلى صافي قيمة حالية .

مثال:

ترغب شركة الرافدين تنفيذ مشروع بكلفة (2000) دينار وعرض على المدير المالي البديلين الآتيين لتنفيذ المشروع:

السنة	البديل الأول	البديل الثاني
1	1000	200
2	800	400
3	700	800
4	200	850
5	150	950
6	0	1150

مع العلم أن معدل الخصم (6%) وان قيمة الخردة في نهاية عمر البديل الأول (600) دينار والبديل الثاني (800) دينار .

المطلوب: بين أي من البديلين أفضل باستخدام طريقة صافي القيمة الحالية ؟.

الحل:

البديل الأول (A)

السنة	التدفق النقدية	القيمة الحالية للدينار بمعدل خصم 6٪	القيمة الحالية للتدفقات النقدية
1	1000	0.943	943
2	800	0.890	712
3	700	0.839	587.3
4	200	0.792	8.451
5	150	0.747	112.05
6	0	0.705	0
			2512.7

الخردة = 600 x 0.747 =448.2 دينار

إجمالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية= 448.2 + 2512.7=,2960.9 دينار

صافي القيمة الحالية للبديل (A) = 2960،9− 2000 = 960.9 دينار

البديل الثاني (B)

السنة	التدفق	القيمة الحالية للدينار بمعدل خصم 6٪	القيمة الحالية للتدفقات النقدية
1	200	0.943	188.6
2	400	090.8	653
3	800	400.8	.671
4	850	0.792	.2673
5	950	0.747	709.6
6	1150	0.705	810.7
			3409.3

الخردة = (0.705 x 800) =564

إجمالي القيمة الحالية للتدفقات564 + 3409.3= 3973.3

صافي القيمة الحالية للبديل (B)=3973.3 -2000 = 1973.3دينار

يتم اختيار البديل (B) لأنه يحقق لنا أعلى صافي قيمة حالية .

مزايا طريقة صافي القيمة الحالية :

1- تاخذ بالقيمة الزمنية للنقود عند احتساب التدفقات الداخلة للمشروع.

2- ان قرار اختيار المشاريع ينسجم مع هدف تعظيم قيمة الاستثمار في المدى الطويل الأجل.

3- تحسب كافة التدفقات النقدية التي تتحقق خلال العمر الإنتاجي للمشروع.

4- أن هذه الطريقة تعرض بشكل منطقي الأرباح التي يحققها المشروع مقارنة بكلفة الاستثمار والحد الأدنى للعائد المطلوب تحقيقه مقارنة مع معدل الخصم (معدل العائد في السوق تقريبا او الحد الأدنى للعائد بالسوق).

عيوب طريقة صافي القيمة الحالية

1- صعوبة اختيار معدل الخصم المناسب والذي عادة يساوي كلفة رأس المال حيث من الصعوبات قياسه في الظروف المتغيرة ولكل قطاع او صناعة او حتى دولة معينة.

2- ان هذه الطريقة أصعب عند الاحتساب مقارنة بطريقة فترة الاسترداد .

3- انها لا تعطينا نتائج مقنعة اذا اختلفت كلفة الاستثمار للبدائل المختارة عند اعتماد هذه الطريقة في اختيار الاستثمار من قبل متخذ القرار.

ثالثا :- معدل العائد الداخلي (IRR) Internal Rate of Return :-

وهي إحدى الطرق الدقيقة لقياس العائد على الاستثمار وتسمى أحيانا بطريقة المعدل الحقيقي للفائدة الاقتصادية، لأنها تأخذ بنظر الاعتبار كمية وتوقيت التدفقات النقدية للاستثمارات والبدائل المتاحة، و تقوم هذه الطريقة على اساس اختيار معدل الخصم الذي يحقق المساواة بين الكلفة المبدئية للاستثمارات الرأسمالية والقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة.

بمعنى آخر أنها الطريقة التي نختار بموجبها معدل الخصم الذي يحقق المساواة بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والقيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية لاي مشروع استثماري وعند الوصول الى معدل الخصم الذي تكون بموجبه القيمة الحالية صفر تتم مقارنته مع المعيار الذي حدد من قبل ادارة المشروع كحد ادنى لقبول تنفيذ المشروع وعند المقارنة بين البدائل المختلفة فيتم اختيار البديل الذي يكون معدل الخصم له مرتفع، فإذا كان معدل العائد الداخلي 12٪ مثلا وسعر الفائدة في السوق 8٪ فيتم قبول المشروع وتفسير ذلك انه اذا اقترض المشروع سيدفع معدل فائدة 8٪ في حين ان المشروع يحقق 12٪ اي انه يسترد كامل المبلغ المنفق عند هذا المعدل،اما اذا كان

معدل الخصم (معدل العائد الداخلي) اقل من سعر الفائدة في السوق اي 7٪ مثلا فيعني ذلك ان المشروع سيحقق خسارة بنسبة 1٪ إضافة إلى خطر الاستثمار.

وان ذلك يعني ان معدل الخصم المختار هو الذي يجعل صافي القيمة الحالية للمشروع يساوي صفر ويعد هذا المعدل أداة لقياس العائد على الاستثمار، وأطلق عليه معدل العائد الداخلي لانه يعتمد في حسابه على العوائد والتكاليف المتوقعة للمشروع الاستثماري.

ويتم اختيار معدل العائد الداخلي باستخدام أسلوب (التجربة والتقريب) بعد اختيار معدلات خصم لأعلى قيمتين من القيم التي تؤدي الى تساوي القيمة الحالية لإجمالي التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع مع كلفة الاستثمار في المشروع عندها تكون صافي القيمة الحالية للمشروع تساوي (صفر)، فاذا تم اختيار معدل خصم أدى الى ان تكون القيمة الحالية للتدفقات النقدية اكبر من تكلفة الاستثمار فان ذلك يعني ان معدل الخصم المختار اصغر مما يجب ، وفي هذه الحالة نقوم باختيار معدل خصم أعلى أي اذا اخترنا في بداية الاحتساب (10٪) كمعدل خصم للتدفقات النقدية وحصلنا على قيمة حالية اكبر من كلفة الاستثمار نختار معدل خصم اكبر أي (12٪) مثلا، فاذا كانت النتيجة ان القيمة الحالية لإجمالي للتدفقات النقدية من المشروع مساوية لكلفة الاستثمار الرأسمالي فمعنى ذلك ان معدل الخصم (12٪) هو معدل العائد الداخلي.

ونتبع الخطوات التالية عند احتساب معدل العائد الداخلي:-

1- نستخرج معامل الاسترداد بالمعادلة التالية:-

$$\text{معامل الاسترداد} = \frac{\text{كلفة راس المال المستثمر}}{\text{متوسط التدفقات النقدية السنوية}}$$

$$\text{متوسط التدفقات النقدية السنوية} = \frac{\text{مجموع التدفقات النقدية السنوية}}{\text{العمر الإنتاجي}}$$

2- نستخدم جداول القيمة الحالية الخاصة بالدفعات السنوية عن طريق اختيار معدل الخصم الذي يقترب او يساوي معامل الاسترداد.

3- نستخدم معدل الخصم المختار في استخراج القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة ثم نقوم باحتساب التدفقات النقدية ومقارنتها بكلفة الاستثمار لكي نصل الى صافي قيمة حالية صفر او قريب من الصفر بموجب المعادلة التالية:-

مج ق ر ×ن ح ع - ك = صفر

مج ق ر = القيمة الحالية

ن ح ع = التدفقات النقدية

ك = كلفة الاستثمار الصافية

ر = معدل العائد الداخلي

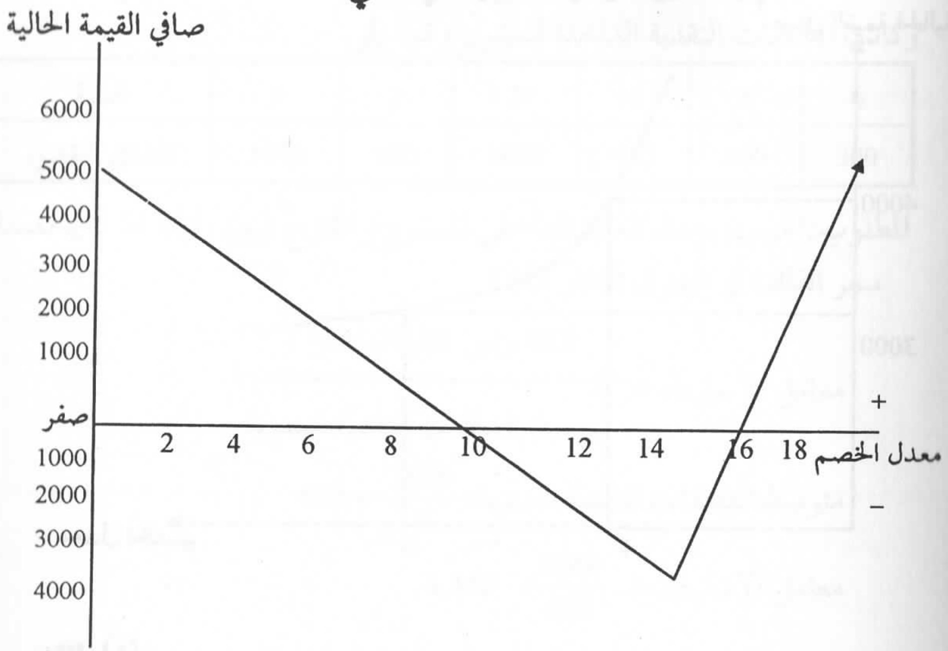
4- يتم مقارنة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة مع كلفة راس المال المستثمر فعندما تكون النتيجة موجبة لصالح التدفقات النقدية الداخلة يتم زيادة معدل الخصم حتى تتساوى القيمتان، اما اذا كانت قيمة التدفقات النقدية الداخلة اقل من راس المال المستثمر فنقوم بتخفيض معدل الخصم المختار حتى الوصول الى معدل خصم تتساوى به القيمتان اي تكون صافي القيمة الحالية تساوي صفر.

ويمكن استخراج معدل العائد الداخلي بالرسم البياني رقم (14) وكما يلي:-

يتم رسم المحور الأفقي بمعدلات الخصم والمحور العمودي صافي القيمة الحالية للإيرادات المتوقعة.

شكل رقم (14)

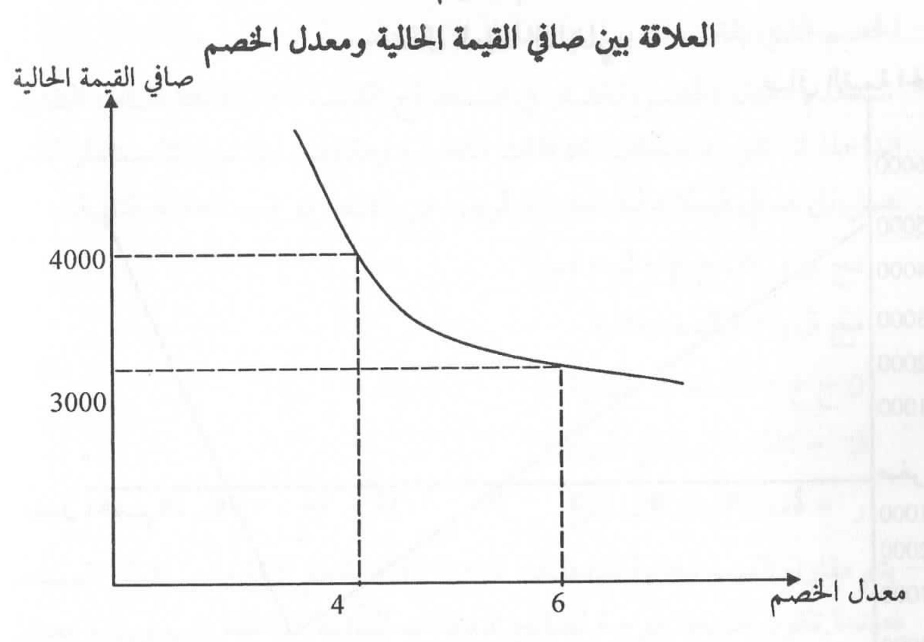
معدل العائد الداخلي



إن الخط الذي يقطع المحور الأفقي يكون هو معدل العائد الداخلي، ويلاحظ أن جزء من الخط يقع ضمن المساحة الموجبة أي قبل التقاطع مع المحور الأفقي في المساحة الموجبة والتي تعني أن صافي القيمة الحالية للمشروع موجبة والجزء الآخر يلي نقطة التقاطع مع المحور الأفقي يقع في المساحة السالبة والتي تعني ان صافي القيمة الحالية للمشروع سالبة إذ يلاحظ أن العلاقة بين معدل سعر الخصم وصافي القيمة الحالية للمشروع علاقة عكسية اي كلما ارتفع معدل الخصم المختار كلما أدى ذلك الى انخفاض صافي القيمة الحالية للمشروع وكما مبين في الشكل رقم (15).

شكل رقم (15)

العلاقة بين صافي القيمة الحالية ومعدل الخصم



مثال (1)

بلغت الكلفة الاستثمارية في المشروع 10815000 دينار وانه يؤدي الى تحقيق تدفق نقدي سنوي منتظم قدره 300000 دينار لمدة خمس سنوات.

المطلوب: تحديد قيمة معدل العائد الداخلي

$$\text{معامل الاسترداد} = \frac{\text{كلفة راس المال المستثمر}}{\text{متوسط التدفقات النقدية السنوية}}$$

$$\text{معامل القيمة الحالية} = \frac{10515000}{300000} = 3.605$$

عند الرجوع الى جداول القيمة الحالية للتدفقات المتساوية نجد ان معدل الخصم الذي يقابل الخمس سنوات بمعامل استرداد 3.605 هو 12٪.

اذن ان معدل العائد الداخلي هو 12٪ .

مثال (2)

تقوم شركة بابل بتنفيذ مشروع بكلفة 2500 دينار وبعمر انتاجي 6 سنوات وكانت التدفقات النقدية الداخلة للمشروع كما يلي:-

السنة	1	2	3	4	5	6
التدفق النقدي	1000	600	1000	400	300	300

المطلوب: احسب معدل العائد الداخلي للمشروع المقترح وبين رايك اذا كان معدل سعر الفائدة في السوق بمقدار 15٪؟

$$\text{معامل الاسترداد} = \frac{\text{كلفة راس المال المستثمر}}{\text{متوسط التدفقات النقدية السنوية}}$$

$$\text{متوسط التدفقات النقدية السنوية} = \frac{3600}{6} = 600$$

$$\text{معامل الاسترداد} = \frac{2500}{600} = 4.166$$

نختار معدل الخصم 12٪ وعند احتساب التدفقات النقدية على معدل الخصم المذكور وجدنا انه يجعل القيمة الحالية بمقدار 2659 دينار وطالما ان هذا القيمة اكبر من كلفة الاستثمار بمقدار 159 دينار عليه نختار معدل خصم اكبر للوصول الى القيمة الحالية صفر وعليه سنختار معدل خصم 14٪ وبعد احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية وفق هذا المعدل وجدنا ان اجمالي التدفقات النقدية بلغت 2548 دينار وطالما هناك فرق بين هذا المجموع وبين كلفة الاستثمار نذهب الى اختيار معدل خصم رقم 15٪ وبعد احتساب التدفقات وفق هذا المعدل تبين ان القيمة الحالية للتدفقات النقدية مبلغ 2487 دينار وهي اقل من كلفة الاستثمار.

السنة	التدفق النقدي السنوي	معامل القيمة الحالية بمعدل 14%	القيمة الحالية للتدفق السنوي	معامل القيمة الحالية بمعدل 15%	القيمة الحالية للتدفق السنوي
1	1000	0.877	877	0.870	870
2	600	0.769	461	0.756	453
3	1000	0.675	675	0.658	658
4	400	0.592	236	0.572	228
5	300	0.519	155	0.497	149
6	300	0.456	144	0.432	129
			2548		2487

صافي القيمة الحالية عند معدل خصم 14% = 2548− 2500 = 48 دينار

صافي القيمة الحالية عند معدل خصم 15% = 2487− 2500 = (13) دينار.

اذن نختار معدل خصم 15% لأنه يجعل القيمة الحالية اقرب الى الصفر.

ان خصائص طريقة معدل العائد الداخلي هو عدم توفر مقياس مباشر لتحديد معدل الخصم اي الوصول الى معدل العائد الداخلي.

ان قاعدة القرار عند استخدام هذه الطريقة هي ان الانفاق الرأسمالي يكون مجدي اذا كان معدل العائد الداخلي اكبر من كلفة الاستثمار الرأسمالي وحيادي اذا كان المعدل يساوي صفر وغير مجدي اذا كان المردود اقل من كلفة راس المال المستثمر وعند المقارنة بين البدائل نختار البديل الذي يكون معدل العائد الداخلي له اكبر من البدائل المعروض.

رابعاً: معدل العائد المحاسبي

تقوم هذه الطريقة على أساس قياس ربحية المشروع من منظور محاسبي، اذ انها تعتمد البيانات المحاسبية في استخراج مدى كون الاستثمار مجدي اقتصاديا" ام لا

،وبعد ذلك يتم مقارنة البدائل في ضوء هذه النتائج والبيانات المحاسبية، وتتصف هذه الطريقة بالبساطة لسهولة الحصول على البيانات المحاسبية .

ويستخرج معدل العائد المحاسبي بقسمة متوسط صافي الربح السنوي بعد الضرائب على متوسط الاستثمار، والمقصود بمتوسط الربح المحاسبي المجموع الكلي للارباح بعد الضرائب لسنوات العمر الانتاجي للمشروع مقسوم على عدد سنوات العمر الافتراضي للمشروع ، اما متوسط كلفة الاصل فيحسب بقسمة قيمة الاصل في بداية العمر الانتاجي + قيمة الاصل في نهاية العمر الانتاجي على 2 .

معدل العائد المحاسبي = متوسط صافي الربح / متوسط الاستثمار

متوسط صافي الربح = مجموع صافي الربح بعد الضريبة / عدد سنوات الإنتاج

متوسط الاستثمار = كلفة الاستثمار(أول المدة+آخر المدة) / 2

إن أساس القرار عند اختيار هذه الطريقة يكون من خلال اختيار المشاريع التي تحقق معدل عائد محاسبي اكبر مقارنة بالمشاريع المقترحة الأخرى أو إذا حقق معدل اكبر من المعيار المستخدم من قبل إدارة المشروع.

عيوب طريقة معدل العائد المحاسبي

1- ان معدل العائد المحاسبي يعد معيار غير موضوعي لاتخاذ القرارات في مجال الاستثمار لأنها ممكن ان تؤدي الى قبول اقتراحات تسهم بدرجة اقل في تعظيم ثروة الملاك او ترفض اقتراحات قد تساهم في تعظيم تلك الثروة لأنها تعتمد الربح المحاسبي بدلا من التدفقات النقدية الذي يحسب بعض النفقات أو الايرادات التي لا تتعلق بالأنشطة الفعلية للمشروع كالفوائد.

2- أنها لا تأخذ بنظر الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

3- أنها تفترض استخدام طريقة قسط الاستهلاك الثابت لاستخراج قيمة الاستهلاك السنوي بغض النظر عن طبيعة الاستثمارات المقترح تنفيذه كما أنها قد تعطي نتائج مظلله تؤثر على طبيعة القرار.

مثال (1):

عرض المدير المالي بديلين للاستثمار كان الاول كلفة الاستثمار اول المدة 90000 دينار وآخر المدة 110000 دينار والثاني كلفة اول المدة 180000 دينار واخر المدة 200000 دينار،ويتوقع ان تكون قيمة الخردة في نهاية العمر الانتاجي للبديل الاول 8000 دينار وللبديل الثاني 16000 دينار،وكان الدخل بعد الضريبة للمشروعين كما يلي:

السنة	البديل الاول	البديل الثاني
2000	8000	16000
2001	900	19000
2002	7200	14000
2003	12800	25000
2004	16000	36000
110000	53000	المجموع

متوسط الدخل للبديل الأول = $\frac{53000}{5}$ = 10600 دينار

متوسط الاستثمار = $\frac{(110000+ 90000)}{.2}$ = 100000 دينار

معدل العائد المحاسبي = $\frac{\text{متوسط صافي الربح}}{\text{متوسط الاستثمار}}$

معدل العائد المحاسبي = $\frac{10600}{108000}$ = 9.8٪

متوسط الدخل للبديل الاول = $\frac{110000}{5}$ = 22000 دينار

متوسط الاستثمار = $\frac{200000 + 180000}{2}$ = 190000 دينار

معدل العائد المحاسبي = $\frac{\text{متوسط صافي الربح}}{\text{متوسط الاستثمار}}$

معدل العائد المحاسبي = $\frac{22000}{206000}$ = 10.6 ٪

اذن نختار البديل الاول لانه يحق معدل عائد محاسبي اكبر من البديل الثاني.

مثال (2)

تبلغ كلفة تنفيذ مشروع انتاج الاجهزة النقالة 200000 دينار ويتوقع ان تكون الخردة في نهاية العمر الإنتاجي 15000 دينار وكان الربح قبل الاستهلاك والضرائب حسب سنوات العمر الانتاجي للمشروع كما يلي:

السنة	2000	2001	2002	2003	2004
الدخل قبل الاهلاك والضرائب	40000	48000	76000	80000	90000

فاذا كانت الضرائب بمعدل 50٪ ويعتمد المشـروع طريقـة القسـط الثـابت في احتساب الاستهلاك .

المطلوب: استخرج معدل العائد المحاسبي للمشروع المقترح وهل يتم الاستثمار بـه اذا كانت الادارة ترغب بعائد قدره 15٪؟

الحل:

قيمة الاستثمار الخاضع للاستهلاك= 200000 – 15000 = 185000 دينار

قيمة قسط الاستهلاك السنوي = $\frac{185000}{5}$ = 37000 دينار

الدخل بعد الضريبة	الضريبة	الدخل قبل الضريبة	الاستهلاك	الدخل بل الضريبة والاستهلاك	السنة
1500	1500	3000	37000	40000	1
5500	5500	11000	37000	48000	2
19500	19500	39000	37000	76000	3
21500	21500	43000	37000	80000	4
26500	26500	53000	37000	90000	5
المجموع			74500		

متوسط الدخل = $\frac{74500}{5}$ = 14900 دينار

200000+15000 = 215000 دينار

معدل العائد المحاسبي = $\frac{14900}{215000}$ = 6.9٪

لا يتم تنفيذ المشروع لان العائد اقل من العائد المحدد من إدارة المشروع.

أسئلة الفصل الثامن

س1:- عرض عليك كمدير مالي البدائل التاليـة، علمـا بـأن كلفـة رأس المـال لهـذه الشركة (6٪)

	الاستثمار المبدئي مشروع (A)	مشروع (B)	مشروع (C)
	120000	120000	120000
السنة	**التدفقات النقدية الداخلة**		
1	24000	12000	24000
2	12000	18000	25000
3	12000	24000	22000
4	1200	20000	25000
	30000		
5	12000	38000	25000

وكانت قيمة الخـردة للمشـاريع الثلاثة 20000، 22000، 15000 دينـار علـى التوالي.

المطلوب:

1-احسب صافي القيمة الحالية للبدائل المذكورة مبينا افل بديل ولماذا؟

2- بين افضل بديل بطريقة فترة الاسترداد؟

س2:- إليك البدائل التالية، المعروضة لغرض تنفيذ أحد المشاريع.

السنة	مشروع (A)	مشروع (B)
	60000	60000
	التدفقات النقدية الداخلة	
1	6000	18000
2	9000	15000
3	12000	12000
4	15000	9000
5	18000	6000

علما بأن كلفة رأس المال لهذه الشركة (6٪)

المطلوب: استخرج البديل الامثل بطريقة معدل العائد الداخلي؟

س3:- وضح المزايا التي تجعل طريقة معدل العائد الداخلي الانسب عند اختيار البديل الاستثماري الافضل؟

س4:- اجب بنعم او لا :

1- إن عيوب صافي القيمة الحالية صعوبة اختيار معدل الخصم.

2- ان اختيار معدل خصم منخفض يؤدي الى ان تكون القيمة الحالية للتدفقات النقدية اصغر.

3- من السلبيات الأساسية لطريقة فترة الاسترداد في تقييم المشاريع تتجاهل القيمة الزمنية للنقود.

4- يحتسب التدفق النقدي بالمعادلة التالية: صافي الربح بعد الضرائب مقسوماً على عدد الاسهم

5- ان طريقة معدل العائد الداخلي هي الطريقة التي تحقق المساوات بين كلفة الاستثمار الراسمالي وقيمة التدفقات النقدية.

6- أن أساس القرار باستخدام طريقة معدل العائد الداخلي هوان يكون معدل العائد الداخلي يساوي صفر.

س5:- عرض بديلين على الإدارة المالية للشركة وكانت البيانات كما يلي:

	A	B
قيمة الاستثمار	9000	9000
متوسط الدخل السنوي	2100	1500
العمر الانتاجي	5	6

المطلوب:- اختيار الأفضل بطريقة فترة الاسترداد؟

س 5 - ترغب شركة الاتحاد استثمار مبلغ 34000 دينار في أحد المشاريع بعمر انتاجي 5 سنوات وتتوقع ان تكون الإيرادات السنوية متساوية بمقدار 11000 دينار فاذا كانت كلفة راس المال المستثمر 14٪.

المطلوب: بيان جدوى تنفيذ المشروع بطريقة معدل العائد الداخلي؟

الفصل التاسع

تكلفة رأس المال

الفصل التاسع

تكلفة راس المال

المقدمة:

نقصد بتكلفة راس المال هي كلفة مصادر التمويل التي يستخدمها المشـروع في تمويل استثمارته، وتاتي اهمية دراسة كلفة راس المال من طبيعـة المـوارد الماليـة الـتي تتصف بالندرة وارتفاع اهميتها النسبية في تكـاليف المشـروع،وهـذا يتطلـب اختيـار وتخصيص الموارد المتاحة باسلوب أمثل لتحقيق اهداف المشروع .

وتؤثر كلفة راس المال على تشكيلة هيكل راس المـال للمشـروع والـتي عـادة تظهر بجانب الالتزامات وكما موضح بالميزانية المقترحة أدناه:-

الأصول	الخصوم وحقوق الملكية
الأصول المتداولة	**الخصوم المتداولة**
-النقد(الصندوق ، البنك)	أوراق دفع
الذمم المدينة	السحب على المكشوف
المدينون	الموردون
أوراق القبض	الدائنون
المخزون	مخصص الضرائب
الاستثمارات قصيرة الأجل	مخصص مكافاة نهاية الخدمة
المصاريف المدفوعة مقدما	مصاريف مستحقة الدفع
إيرادات مستحقة	الإيرادات المقبوضة مقدما

الأصول	الخصوم وحقوق الملكية
الاستثمارات طويلة الأجل	**الخصوم طويلة الأجل**
الاستثمارات في شركات تابعة	-القروض المصرفية طويلة الأجل
الاسهم(بالتكلفة)	-السندات
ا- أصول ملموسة (الأصول الثابتة)	
الاراضي(بالكلفة)	راس المال الاسمي
الأبنية	اسهم عادية (عدد الاسهم ×قيمة السهم)
- مجمع الاستهلاك	اسهم ممتازة (عدد الاسهم ×قيمة السهم)
السيارات (بالكلفة)	راس المال المصدر
- مجمع الاستهلاك	قيمة الاسهم في السوق- قيمة الاسهم الاسمية
أثاث (بالكلفة)	** المستحق على المساهمين
- مجمع الاستهلاك	السهم الممتاز- قيمة السهم الاسمية
الآلات(بالكلفة)	** المستحق على المساهمين
- مجمع الاستهلاك	راس المال المدفوع
معدات(بالكلفة)	الاحتياطات ، قانوني ، عام ،طوارىء
- مجمع الاستهلاك	تسوية ارباح ،استهلاك السندات ،استبدال اصول ثابتة ،علاوة اصدار، احتياطي راسمالي
الاصول الوهمية	
مصاريف تاسيس	**حقوق المالكين**
مصاريف اصدار	أرباح العام
مصاريف حملات اعلامية	أحتياطي قانوني، احتياطي عام، تسوية ارباح
- الاستهلاك	توزيع الارباح على المساهمين
	مكافات مجلس الادارة
	- المخصصات

الأصول	الخصوم وحقوق الملكية
ب- اصول غير ملموسة	
الشهرة (بالكلفة)	
- تخفيض قيمة الشهرة	
حق الامتياز- الاستهلاك	
مصاريف التأسيس	
مصاريف الاصدار	
مصاريف اخرى	
مصاريف حملات اعلانية	
- الاستهلاك	

وفي ضوء اهمية تكلفة مصادر الاموال يتضمن هذا الفصل طبيعة مصادر التمويل المتاحة وكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وعناصر التكاليف التي تحدد هذه الكلف وكيفية احتسابها واتخاذ قرار اختيار مصدر التمويل الأمثل واختيار مصادر التمويل والتشكيلة المناسبة لهذه المصادر من خلال احتساب الكلفة المرجحة للأموال.

يمكن تقسيم مصادر التمويل الى مصادر التمويل بالملكية ومصادر التمويل بالدين:-

أولاً : كلفة التمويل بمصادر الملكية (Cost of Equity)

1- كلفة الأسهم العادية :

تعد الأسهم العادية احدى اهم مصادر الاموال من عناصر حقوق الملكية، ويتم اصدارها بقيمة اسمية تثبت على كوبون السهم العادي، وللاسهم العادية العديد من القيم التي تتكون نتيجة للظروف الاقتصادية والتاريخية والقانونية والمحاسبية،فالقيمة السوقية للسهم تتكون نتيجة للتداول في السوق المالي وتختلف عن القيمة الاسمية وخاصة للشركات قديمة التأسيس، وهناك قيمة إصدار للسهم يعبر

عنها سعر إصدار السهم الواحد والذي يكون عادة اقل من سعر السوق واكثر من القيمة الاسمية وبذلك فانه يختلف عن القيمة الاسمية والقيمة السوقية له، والقيمة الدفترية للسهم التي تحتسب من واقع سجلات المشروع وهي تختلف ايضا عن القيم الأخرى المذكورة.

ان هذا الاختلاف في قيم الأسهم يؤدي الى اختلاف كلفة التمويل باصدار الاسهم من مشروع الى آخر، وكذلك يكون الاختلاف بين كلفة التمويل بالاسهم مقارنة بمصادر التمويل المتاحة الاخرى.

إن كلفة التمويل باصدار الأسهم العادية تعتمد على العناصر التالية:-

- حجم الأموال المطلوبة لتنفيذ الاستثمار الرأسمالي المقترح.
- سعر الإصدار للسهم الواحد.
- سعر السهم في السوق.
- الارباح المتوقعة لكل سهم.
- الزيادة المتوقع الحصول عليها من الارباح بعد تنفيذ الاستثمار الممول بالاسهم العادية،
- اضافة الى كلفة الاصدار والعمولات المترتبة على المشروع وعدد الأسهم المصدرة .

وقد لاتتصف تقديرات كلفة الاسهم العادية بالدقة لانها تعتمد على التنبؤ، وان الاصدارات الجديدة عادة يتم بيعها بسعر اقل من سعر السوق الجاري للسهم بعد تخفيض تكاليف الاصدار للسهم من قيمة بيع الأسهم مما يعني الحصول على قيمة صافية من التمويل اقل من قيمة بيع السهم في السوق.

ويمكن استخدام طريقتين لحساب كلفة الأسهم العادية وهما:

أولا: طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية .

ثانيا: طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم (سعر السهم مقسومة على معدل الربح للسهم الواحد).

أولاً : طريق الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية :

وتقوم هذه الطريقة على قسمة الأرباح الموزعة لكل سهم عادي على القيمة الصافية للسهم التي يتم استخراجها بضرب القيمة السوقية للسهم بكلفة الإصدار للسهم الواحد مضاف إلى الناتج الزيادة المتوقعة في الأرباح لكل سهم وكما يلي:

$$\text{كلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم (1- كلفة الإصدار للسهم)}} + \text{الزيادة المتوقعة في الأرباح للسهم الواحد}$$

$$\text{ك ع} = \frac{\text{ر}}{\text{ى (1-ص)}} + \text{ق}$$

ك ع= كلفة الأسهم العادية

ر= الأرباح المتوقعة لكل سهم

ى = القيمة السوقية للسهم

ص= كلفة الإصدار للسهم

ق= الزيادة المتوقعة في الأرباح للسهم الواحد

مثال (1):

يبلغ سعر سهم شركة الرافدين في السوق المالي (200) دينار وترغب الشركة إصدار أسهم عادية جديدة بهدف زيادة رأسمالها بمقدار (1000000) دينار، ومن المتوقع أن يكون عائد كل سهم مباع مساوي للقيمة السوقية للسهم وبلغت كلفة الإصدار (4٪) ، وكانت الشركة تخطط لدفع أرباح للسهم الواحد بمقدار 6 دينار وتتوقع أن تزيد أرباحها بنسبة (3٪) سنوياً بعد تنفيذ الاستثمار الجديد .

المطلوب: استخراج كلفة التمويل بالأسهم العادية؟

$$\text{كلفة الأسهم العادية} = \frac{6}{(0.04-1)\,200} + 0.03$$

$$= \frac{6}{192} + 0.03$$

$$= 0.03 + 0.03$$

$$= 6\%$$

مثال(2):

بلغت الأرباح الموزعة لشركة العراق 3 دينار للسهم العادي وترغب الشركة استثمار مبلغ (500000) دينار ويتوقع زيادة العائد بمقداره (8٪) سنوياً زيادة عن الأرباح الحالية، فإذا كان سعر السهم في السوق (20) دينار وكلفة الإصدار (2٪).

المطلوب: استخراج كلفة التمويل بالأسهم العادية للشركة المذكورة مع العلم أن العائد المتوقع للاستثمار الجديد (24٪).

الحل:

$$\text{كلفة التمويل بالأسهم العادية} = \frac{3}{(0.02-1)20} + 0.08 = \frac{3}{19.6} + 0.08$$

$$= 0.23 \longrightarrow 23\%$$

بما أن العائد المتوقع من الاستثمار (24٪) وكلفة التمويل هي (23٪) لذلك ننصح الشركة بالاستثمار نظرا لتحقيق هامش ربح، أما إذا كان العائد في السوق (25٪) فهنا لا ننصح الشركة بالاستثمار لأن العائد في السوق أكبر من العائد على الاستثمار في المشروع.

ثانيا طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم :

وتقيس هذه الطريق كلفة رأس المال بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحتفظ بها الشركة، وتعتمد هذه الطريقة على أساس أن كلفة رأس المال ترتبط بالمبالغ الموزعة من الأرباح على المساهمين وأيضا بمقدار الأرباح المحتجزة التي سوف

يعاد استخدامها في الاستثمارات الجديدة، حيث أن هذه الاستثمارات سترفع من قيمة المشروع ومن معدل ربحيته ويمكن احتسابها بالطريقة التالية :

$$\text{كلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح الحالية للسهم الواحد}}{\text{القيمة الصافية للسهم}}$$

القيمة الصافية للسهم = سعر البيع – (كلفة الإصدار + كلفة الخصم).

مثال(3):

بلغت أرباح شركة عمان مبلغ (300000) دينار وسعر السهم العادي الواحد للشركة (70) دينار، وعدد الأسهم العادية المباعة للشركة (30000) سهم، وفي نية الشركة إصدار أسهم إضافية لتمويل استثماراتها بمقدار (3000) سهم ومن المتوقع أن تبلغ كلفة إصدار السهم (12) دينار ويباع السهم في السوق بخصم 5 دنانير.

المطلوب: احتساب كلفة التمويل بالأسهم العادية باستخدام طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم؟.

$$\text{كلفة التمويل بالأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح الحالية للسهم الواحد}}{\text{القيمة الصافية للسهم}}$$

$$\text{الأرباح الحالية للسهم الواحد} = \frac{300000}{30000} = 10 \text{ دينار}$$

القيمة الصافية للسهم = سعر البيع – (كلفة الإصدار + كلفة الخصم) .

القيمة الصافية للسهم الواحد = 70 – (12 + 5) = 53 دينار

$$\text{كلفة التمويل بالأسهم العادية} = \frac{10}{53} = 18\%.$$

مثال(4) :

ترغب شركة بغداد شراء آلة جديدة بكلفة (420000) دينار ويبلغ رأس مال الشركة الحالي (6000000) دينار وعدد الأسهم (100000) سهم وكانت الأرباح قبل تنفيذ الاستثمارات الجديدة (200000) دينار، ونتوقع أن تكون الأرباح بعد شراء الآلة (260000) دينار، فإذا كان سعر السهم في السوق (20) دينار ويتوقع أن تبيع السهم من الإصدارات الجديدة بـ (16) دينار .

المطلوب: حساب كلفة التمويل بالأسهم العادية باستخدام طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم؟

الأرباح الحالية للسهم الواحد = $\frac{200000}{100000}$ = 2 دينار

القيمة الصافية للسهم = 4 – 20

= 16

كلفة التمويل بالأسهم العادية = $\frac{2}{16}$ =12.5٪

2- كلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة :

تعتبر الأسهم الممتازة وحدة من اشكال التمويل بالملكية ، وتشكل الأسهم الممتازة التزام طويل الأمد على المشروع من خلال الأرباح أو نسبة الأرباح الثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز التي تحدد في شروط الاصدار، وللأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح عند اتخاذ قرار التوزيع قبل حملة الاسهم العادية، ويحصل حامل الاسهم الممتازة على حقوقه عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية وهي بذلك تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات،ولايشارك حملة الاسهم الممتازة في انتخاب مجلس الإدارة او الجمعية العمومية للشركة المصدرة وبالتالي فلا تاثير لهم على قرارات مجلس الادارة وعلى ادارة الشركة.

ويمكن تداول الأسهم الممتازة في السوق المالي ولذلك فالشركة المصدرة غير ملزمة بشرائها ، وتتكون كلفة الاسهم الممتازة من كلفة الارباح التي تدفع لحاملها

منسوبة الى سعر بيع السهم الصافي في السوق بعد احتساب العلاوة او الخصم الذي يباع به السهم الممتاز في السوق واستبعاد كلفة الاصدار ويمكن استخراج كلفة الأسهم الممتازة وفق المعادلة التالية :

$$\text{ك م} = \frac{\text{ر}}{\text{س}(\;-\text{ص})}$$

ك= كلفة التمويل بالاسهم الممتازة

ر= الارباح السنوية

س= سعر بيع السهم الممتاز في السوق (بعلاوة أو بخصم)

ص= نفقات اصدار السهم الممتاز

كلفة الأسهم الممتازة = الأرباح السنوية الموزعة على حملة الأسهم الممتازة / سعر بيع السهم الممتاز (1– نفقات الإصدار)

مثال (1):

ترغب شركة ابن الهيثم إصدار أسهم ممتازة بقيمة اسمية (1000) دينار بنسبة ربح (8٪) سنويا وتتحمل الشركة نفقات إصدار بنسبة (4٪) من سعر البيع.

المطلوب: استخراج كلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة وفق البدائل التالية:

1- إذا تم بيع السهم الممتاز بالقيمة الاسمية (1000 دينار).

2- إذا تم بيع السهم الممتاز بزيادة مقدارها (10٪) عن القيمة الاسمية.

3- إذا تم بيع السهم الممتاز بخصم مقداره (8٪) عن القيمة الاسمية.

الحل:

1- إذا تم بيع السهم الممتاز بالقيمة الاسمية = 1000 دينار

$$\text{ك م} = \frac{\text{ر}}{\text{س}(\;-\text{ص})}$$

$1000 \times \frac{8}{100} = 80$ دينار مقدار الربح السنوي للسهم الممتاز.

$$ك_م = \frac{80}{1000(1-4\%)} =$$

$$ك_م = \frac{80}{960} = 8.3\%$$

2- إذا تم بيع السهم الممتاز بعلاوة مقدارها 10٪ تكون 1000 × 10٪ = 1000 + 100 = 1100

$$ك_م = \frac{ر}{س(1-ص)}$$

$$ك_م = \frac{80}{1100(1-4\%)}$$

$$ك_م = \frac{80}{1056} = 7.5\%$$

3- إذا تم بيع السهم الممتاز بخصم مقداره 8٪ × 1000 = 80 دينار

1000 - 80 = 920 دينار العائد الصافي من بيع السهم

$$ك_م = \frac{ر}{س(1-ص)}$$

$$ك_م = \frac{80}{920(1-4\%)} =$$

$$ك_م = \frac{80}{883.2} = 9\%$$

مثال:

يتقاضى بنك الرافدين (5٪) أتعاب وساطة على كل سهم ممتاز قيمة إصداره (100) دينار، فإذا علمت أن القيمة السوقية للسهم تبلغ (90) دينار وأن نسبة العائد (10٪) من قيمة الإصدار.

المطلوب: احسب كلفة التمويل بالأسهم الممتازة وبين رأيك في هذه الكلفة إذا كان عائد الاستثمار المتوقع 11٪؟

$$ك_م = \frac{ر}{س(1-ص)}$$

$$ك_م = \frac{10}{90(1-5\%)} = 11.7\%$$

بما أن العائد المتوقع على الاستثمار يساوي 11٪ وكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تساوي 11.7٪ وبالتالي فهي اكبر من العائد فلذلك نرفض التمويل بإصدار الأسهم الممتازة؟.

3- كلفة التمويل بالأرباح المحتجزة:-

تعتبر الأرباح المحتجزة من مصادر التمويل بالملكية وهي من مصادر التمويل المتاحة لادارة المشروع لانها ضمن عناصر حقوق الملكية السائلة ويستطيع المشروع استخدام الأرباح المحتجزة في أي وقت يشاء، والأرباح المحتجزة هي عبارة عن المبالغ التي تم احتجازها (أي عدم توزيعها) من الأرباح المتحققة بهدف استخدامها كمصدر من مصادر التمويل لاغراض التوسعات المستقبلية للمشروع.

أن كلفة التمويل بالأرباح المحتجزة تعد كلفة ضمنية تساوي التمويل بالملكية (الاسهم العادية) لان الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين، وبالتالي هي حق من حقوق المساهمين حيث أن البديل عن احتجاز الأرباح دفع قيمتها نقدا للمساهمين من الناحية العملية، وبصورة عامة أن كلفة الأرباح المحتجزة اقل من كلفة التمويل بالأسهم العادية لسببين:-

الاول: أن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل وعند احتجازها لا تخضع للضريبة.

الثاني: أن إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء أي عند إعادة الاستثمار عن طريق شراء أوراق مالية في السوق المالي سيدفع المساهمون مبلغ الى الوسطاء عند تنفيذ عمليات الاستثمار،بينما عندما تقوم الشركة بالتمويل بالأرباح المحتجزة فانها لا تخسر عمولة الوسطاء.

ان ذلك معناه ان التمويل باستخدام الاموال المتراكمة من الارباح المحتجزة اقل كلفة من التمويل بالاسهم العادية لاستبعاد كلفة الضريبة والعمولة المشار اليهما اعلاه.

ويمكن احتساب كلفة الأرباح المحتجزة بالمعادلة التالية:-

ك ح = ك ع × (1-ت) (1-ع)

ك ح = كلفة الأرباح المحتجزة

ك ع = الكلفة الأساسية للتمويل بالاسهم العادية

ت= الضريبة

ع= العمولة

كلفة الأرباح المحتجزة = كلفة الأسهم العادية ×(1-الضريبة) (1-العمولة)

كلفة الأسهم العادية = (الأرباح المتوقعة ÷ القيمة السوقية للسهم (1- كلفة الاصدار)) + الزيادة المتوقعة الحصول عليها للسهم الواحد

مثال(1):-

تبلغ قيمة السهم العادي للشركة العربية في السوق المالي 40 دينار وترغب الشركة المذكورة زيادة رأس مالها بمبلغ 200000 دينار وتتحمل كلفة الإصدار على السهم العادي بمقدار 4 دينار ، فإذا كانت الشركة تخطط لدفع أرباح للسهم الواحد بمقدار 6.500 دينار وتتوقع أن ترتفع أرباحها بمقدار 5٪ سنوياً وكانت نسبة الضريبة على الدخل 40٪ ومقدار العمولة 2٪ ؟

المطلوب: استخراج كلفة استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل؟

الحل:-

ك ح = ك ع (1-ت) (1 - ع)

ك ح = $\frac{6.500}{36}$ + 5٪ × (1-40٪) (1-2٪)

= (13 ٪) (60٪) (98٪)

= 13.5٪.

مثال(2):

تبلغ قيمة السهم العادي للبنك العربي في السوق المالي 150 دينار ويرغب البنك رفع رأسماله بمبلغ 150000 دينار، ومن المتوقع أن يباع السهم في السوق بمقدار 140 دينار، فإذا كان البنك يخطط لدفع أرباح للسهم الواحد بمبلغ 8 دينار ويتوقع أن تنمو الأرباح بمقدار 6٪ سنوياً،وكانت نسبة الضريبة 40٪ ونسبة العمولة 3٪.

ما هي كلفة التمويل بالأرباح المحتجزة وهل استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل مجدي اقتصادياً إذا كان العائد المتوقع من زيادة رأس المال يبلغ 10٪ ؟

الحل:-

كلفة الأرباح المحتجزة = كلفة الأسهم العادية (1-الضريبة) (1-العمولة)

ك ح = $\frac{8}{140}$ + 0.06 (1-0.40) (1- 0.03)

= 0.11 × 0.6 × 0.97

= 6.8٪

بما أن كلفة الأرباح المحتجزة اقل من العائد المتوقع إذاً الاستثمار مجدي.

ثانياً: كلفة التمويل بالدين

ان كلفة التمويل بالدين هي عبارة عن العائد المطلوب من قبل الممولين لقاء اقراض المشروع، وتقاس هذه الكلفة باعتماد طريقة معدل العائد الداخلي الذي يحقق المساواة بين القيمة الحالية للتدفق النقدي للأموال المقترضة والقيمة الحالية لكلفة الاقتراض اي المبلغ المستثمر في المشروع، ويمكن الحصول عليها بواسطة

إصدار السندات أو القروض المصرفية طويلة الأجل والتمويل بالدين يكون على شكلين أساسيين هما:-

1- القروض المصرفية طويلة الأجل (Term Loans)

وهي إحدى مصادر التمويل المتاحة الطويلة الأجل وتكون مدتها اكثر من سنة، وتمنح مثل هذه القرض من البنوك ومؤسسات الأموال الأخرى، وقد تكون هذه البنوك من داخل البلد أو من خارجه،ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالاتفاق مع المقترض، وكذلك أسلوب إعادة المبلغ المقترض في المواعيد التي يتفق عليها، وتكون على شكل دفعات مختلفة حسب الاتفاق بين الطرفين،وتتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي للمشروع وامكانية الطرفين، وقد يكون سعر الفائدة بنسبة ثابتة أو عائمة وعادة تكون اسعار الفائدة مرتفعة مقارنة بمصادر التمويل قصيرة الاجل، ويتحدد سعر الفائدة في ضوء اسعار الفائدة السائدة في السوق،حجم القرض، ومدة القرض والقدرة الائتمانية للمشروع، وتحدد مقدار العمولة ومواعيد وطريقة التسديد عند إبرام عقد منح القرض،بالإضافة إلى بعض الضمانات او بنود الحماية التي يطلبها المصرف منها تحديد قيود على بعض القرارات الخاصة بالاستثمار والتمويل، الحفاظ على درجة سيولة الأصول ،نسبة المديونية ،مكونات هيكل راس المال العامل ومقدار الأرباح المسموح بتوزيعها، بالاضافة الى بعض البنود التي تحدد شروط التسديد والحقوق التي تمنح للممول عند التخلف عن دفع مبلغ القرض.

ان أسباب اختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل يعود إلى الصعوبات التي تواجهها الشركة في إصدار اسهم جديدة أو عدم إمكانيتها في الحصول على مصدر تمويل مناسب، وفي بعض الأحيان يشكل هذا النوع من الاقتراض اقل كلفة من المصادر الأخرى على اعتبار ان الفائدة على القرض والعمولة المدفوعة تخفض من الربح الخاضع للضريبة أي توفر الميزة الضريبية لمثل هذا النوع من مصادر الأموال،مع الإشارة إلى وجود عوامل محددة لمبلغ القرض

وخاصة في حالة عدم توفر الضمانات الكافية لتغطية مبلغ القرض أو لمحدودية قدرة المقترض على تسديد الالتزامات المترتبة عليه.

تسديد القروض

يتم تسديد القروض المصرفية طويلة الاجل على الأغلب على أقساط دورية متساوية(ربع سنوية أو نصف او سنوية) وهنا يتم تسديد اصل القرض + الفوائد والعمولات المصرفية،وفق جداول التسديد التي يتم الاتفاق عليها بين المشروع والجهة الممولة، ويتم تحديد قيمة القسط بعد تحديد قيمة القرض،الفترة الزمنية للقرض، سعر الفائدة وعدد الأقساط ويمكن تحديد عدد الاقساط بالمعادلة التالية:-

$$\text{عدد الأقساط} = \frac{\text{قيمة القرض}}{\text{مبلغ الفائدة والقسط}}$$

مبلغ الفائدة = مبلغ القرض× سعر الفائدة× المدة

ويمكن استخراج جدول تسديد القروض اي قيمة الدفعة الواحدة باستخراج عامل الفائدة للقيمة الحالية السنوية بمقدار الفائدة للفترة الزمنية المحددة من (جداول القيمة الحالية لسنوية دينار) .

ونستخدم المعادلة التالية لتحديد الدفعة الواحدة =

$$\text{تحديد الدفعة الواحدة} = \frac{\text{القيمة الحالية للقرض}}{\text{معدل الفائدة} \times \text{الفترة الزمنية}}$$

مثال:

اقترضت شركة المنصور مبلغ 100000 دينار لمدة 10 سنوات بفائدة 8٪ سنويا تدفع بعشر اقساط سنوية متساوية.

المطلوب تحديد قيمة الدفعة السنوية الواحدة للقرض المذكور؟

$$\text{قيمة الدفعة} = \frac{\text{قيمة القرض}}{\text{قيمة عامل الفائدة للقيمة الحالية السنوية للقرض}}$$

$$\text{قيمة الدفعة} = \frac{100000}{6.710} = 14903 \text{ دينار}$$

2- السندات (Bonds):-

هي أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة تصدر من جهات عديدة مثل الدولة والشركات، وتطرح للتداول إلى الأفراد والمؤسسات بهدف الحصول على تمويل طويلة الأجل، وبذلك يعد التمويل بواسطة السندات شكلاً من أشكال التمويل طويل الأجل، ونقصد بالقيمة الاسمية للسند القيمة المحددة له في كوبون الإصدار وتتضمن شروط اصدار السندات فقرات إضافية اخرى كمعدل الفائدة السنوي الواجب دفعه لحامل السند،(عادة يكون على شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية له)، وتاريخ اطفاء السند وطريقة تسديد قيمة الإطفاء، ولحامل السند حق الحصول على الفوائد وقيمة السند في تاريخ الإستحقاق.

أما المستثمرون في السندات فهم ذات طبيعة محافظه ويهدفون إلى الحصول على دخل ثابت من إستثماراتهم في السندات بدرجة خطر منخفضة.

خصائص السندات :-

تعتبر السندات من مصادر التمويل طويلة الأجل كما أسلفنا وتتميز بالخصائص الآتية:-

1- تعتبر أداة دين وحق دائنية على الشركة المصدرة إذ تلتزم بإطفاء قيمة السندات ودفع فوائدها في الفترات المحددة لذلك في كوبون الإصدار،وتتميز بالحقوق الممتازة أي تمنح الأولوية في الحصول على المستحقات قبل حقوق حملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

2 - أداة دين ثابتة الدخل.

3- لها فترة إطفاء محددة في شروط إصدارها وعلى الجهة المصدرة تسديد قيمتها في نهاية هذه المدة حتما .

4- قابليتها على التداول في السوق المالي، ونتيجة لذلك فقد يحقق حامل السند أرباح رأسمالية عند ارتفاع قيمة السند في السوق المالي إضافة إلى الفوائد الجارية التي يحصل عليها .

خصائص وشروط إصدار السندات:-

أ - من أهداف اصدارها المتاجرة بالملكية في حالة ما إذا كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من سعر الفائدة على السند .

ب - انخفاض كلفة التمويل بالسند مقارنة بمصادر التمويل الأخرى المتاحة .

ج - الميزة الضريبية حيث إن كلفة الفائدة السنوية تعتبر من النفقات التي تحمل لحساب الأرباح والخسائر عند احتساب الضريبة على الأرباح، فعلى سبيل المثال إن الكلفة الظاهرة للسندات تنخفض إلى 50٪ إذا كان معدل الضريبة ٪50 .

د- لا يحق لحملة السندات الاشتراك في الإدارة أو التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية او التاثير على قراراتها.

هـ- تعتبر أحد الوسائل الفعالة في تنويع مصادر التمويل وتخفيض درجة الخطر المالي للمشروع وقد يؤدي اصدارها إلى زيادة العائد على الاستثمار.

ان الصفات المذكورة لا تعني عدم وجود قيود على إصدار السندات او وجود عيوب باستخدامها كمصدر للتمويل، فهناك سندات تصدر بضمانات أي يتم اشتراط تقديم بعض الأصول ضماناً لحقوق حملة السندات،وعلى الجهة المصدر إن تاخذ بعين الاعتبار التعليمات المالية والأعراف التجارية التي لا تسمح بإصدار السندات الا بنسبة محددة من رأس مال المشروع، آخذين بالاعتبار الرافعة المالية للمشروع (نسبة المديونية) إضافة إلى القيود القانونية الأخرى الخاصة بشروط الاصدار والتي تفرض من قبل قانون الشركات او تعليمات السوق المالي.

انواع السندات (Forms Of Bonds):-

أولا:- السندات العادية والتي تكون كلفتها محددة بسعر الفائدة الثابت وتاريخ إطفاء السند.

ثانيا:- السندات المضمونة (Mortgage Bonds):- وهي السندات التي يثبت في شروط اصدارها المضمونة رهن بعض اصول المشروع، ولا يحق له التصرف بهذه الاصول المرهونة إلا بعد إطفاء قيمة السندات،وقد يكون الضمان بالأصول الثابتة وفي هذه الحالة يحق للشركة المالكة التصرف بجزء من هذه الأصول أو التصرف بحدود المبالغ التي تستهلك من قيمة السندات، أو من خلال استبدالها باصول أخرى، ومن الممكن إصدار السندات بضمان جهات أخرى.

ثالثا:- السندات ذات الدخل(Income Bonds):- هذا النوع من السندات لا يحق لحاملها الحصول على قيمة الفوائد إلا إذا حققت الشركة الأرباح الكافية لتسديد الفوائد، وعادة تكون أسعار الفائدة لهذا النوع من السندات مرتفعة مقارنة بالسندات العادية لغرض ترغيب المستثمر بشرائها.

رابعا:- السندات متقاسمة الأرباح:- تمنح بعض المشاريع ميزة التقاسم بالأرباح لغرض تشجيع المستثمرين للاكتتاب بالسندات كونها تعد اصدارات بمزايا إضافية ، فبالإضافة الى الفائدة الثابتة التي يحصل عليها المستثمر، فإنه يشارك حاملي الأسهم العادية بنسبة من الأرباح التي يحققها المشروع تحدد هذه النسبة في شروط الإصدار.

خامسا:- السندات القابلة للاستبدال (Convertible Bonds) بأسهم عادية:-
تتمتع هذه السندات بميزة حق استبدالها بأسهم عادية وعلى أساس رغبة حامليها، ويتم تحديد طريقة الاستبدال ونسبتها وموعدها بشروط الإصدار، ويتمتع المستثمر في هذه السندات بحرية الاختيار بين ابقاء السندات او تحويلها الى اسهم عادية، فحاملها يحصل على فوائد ثابتة في فترات الركود، ويمكنه

الحصول على حصة من الأرباح في فترات الرواج بعد استبدال السندات بأسهم عادية.

سادسا:- السندات القابلة للإستدعاء:- وهي تلك السندات التي تمنح الحق للشركة باستدعائها بعد مرور فترة محدده من إصدارها، ويكون ذلك من خلال شراء السندات نقدا من أسواق التداول أو باستدعاء هذه السندات لقاء علاوة إضافية تمنح الى حاملها بالإضافة إلى قيمة السند الأصلية.

وتلجأ الشركة إلى استدعاء السندات للأسباب الآتية:-

أ- عندما تنص شروط إصدار السند على تخصيص جزء من الأرباح كاحتياطي خاص لإطفاء السند، بهدف عدم إحراج الشركة المصدر للسند عند حلول تاريخ الأطفاء، أي مواجهة احتمال عدم توفر السيولة لديه عند حلول موعد إطفاء السندات ويستفاد من مبلغ الاحتياطي المتجمع لدى الشركة لاستدعاء السندات.

ب- إذا كانت الشركة بحاجة إلى إصدار جديد وكان الإصدار القديم يتعارض مع متطلبات وشروط الإصدار الجديد أو لاختلاف معدل الفائدة .

ج- لغرض تخفيض أعباء الفوائد التي تلتزم الشركة بدفعها لحاملي السندات، وخاصة في حالة توقع انخفاض إيراداتها المستقبلية وتكون عاجزة عن تغطية قيمة الفوائد المستحقة .

د- في حالة وجود سيولة فائضة لدى الشركة .

هـ- في حالة انخفاض معدلات الفائدة في السوق عن معدل الفائدة للسندات المصدرة، وإمكانية إيجاد مصدر تمويل بديل بأقل كلفة لتمويل إحتياجات الشركة.

ح- التخلص من بعض القيود التي حددت بشروط إصدار السندات كقيد دفع راس المال بالكامل أو بعض الالتزامات التعاقدية الأخرى الناجمة عن الإسناد.

كلفة إصدار السندات

يترتب على إصدار السندات كلفة يتحملها المشروع،وهذه الكلفة تتضمن الفوائد الدورية المدفوعة وسعر بيع السند الصافي بعد استبعاد النفقات الخاصة بالاصدار وعدد سنوات التمويل بالسندات .

ويمكن استخدام المعادلة التالية في استخراج كلفة التمويل بالسندات =

$$= \frac{\text{مبلغ الفائدة} + \dfrac{\text{(قيمة السند عند انتهاء المدة – سعر بيع السند الصافي)}}{\text{المدة}}}{\dfrac{\text{قيمة السند عند انتهاء المدة + السعر الصافي لبيع السند}}{2}}$$

$$\text{ك س} = \frac{\text{ف} + \dfrac{(\text{س ع} - \text{س ب})}{\text{ن}}}{\dfrac{\text{س ع} + \text{س ب}}{2}}$$

ك س = كلفة التمويل بالسندات

ف = الفوائد السنوية

س ع = قيمة السند عند تاريخ الإطفاء

س ب = سعر بيع السند الصافي (القيمة الاسمية – نفقات الإصدار)

ن = فترة الدين

مع العلم ان سعر بيع السند الصافي= سعر بيع السند – نفقات الإصدار

مثال (1) :-

سبق وان أصدرت شركة الرحمن 200000 سند بقيمة اسمية 2000 دينار للسند تستحق الاطفاء بعد 10 سنوات بمعدل فائدة 10٪ من قيمة السند الاسمية، وتم بيع السند بنفس القيمة الاسمية،وتحملت الشركة نفقات اصدار قدرها 4٪ من القيمة الاسمية فاذا كانت نسبة ضريبة الدخل 40٪

المطلوب: بين كلفة إصدار السندات ؟

$$\text{ك س} = \frac{\text{ف} + \dfrac{(\text{س ع} - \text{س ب})}{\text{ن}}}{\dfrac{\text{س ع} + \text{س ب}}{2}}$$

$$\text{مبلغ الفائدة} = 2000 \times \frac{10}{100} = 200 \text{ دينار}$$

$$\text{نفقات الاصدار} = 2000 \times \frac{4}{100} = 80$$

سعر بيع السند الصافية = سعر بيع السند – نفقات الاصدار

سعر بيع السند الصافية = 2000 – 80 = 1920

$$\text{ك س} = \frac{200 + \dfrac{(1920-2000)}{10}}{\dfrac{1920+2000}{2}} =$$

$$\text{ك س قبل الضريبة} = \frac{200 + \dfrac{80}{10}}{1960} = 10.6\,\%$$

كلفة السند بعد الضريبة = 10.6 ٪ (1 – 0.40) = 6.3 ٪

الكلفة المرجحة للأموال:-

نقصد بالتكلفة المرجحة للأموال كلفة هيكـل التمويـل للمشـروع ، أي كلفـة الأموال المستثمرة في المشروع محسوبة على أساس المعدل المرجح لنسبة مساهمة كـل مصدر تمويل في هيكل رأسمال المشروع، وهنا يتطلب الأمر إعطاء وزن نسـبي معـين لكل مصـدر مـن مصـادر التمويـل أي تحديـد مكونـات هيكـل رأس المـال، وبعـد احتساب كلفة كل عنصر من عناصر التمويل نضرب كلفة كل عنصر بالوزن النسـبي لمساهمته في هيكل رأس المال ونجمع النتيجة لنحصل على الكلفة المرجحة للأمـوال، والكلفة المرجحة المتوسطة للأموال تسـتخدم للمقـارن بـين البدائـل المطروحـة مـن مصادر التمويل المتاحة للمشروع ويتم مقارنتها مع العائد لنسـتطيع بعدهـا أن نقـرر اعتماد هذه المصادر بأهميتها النسبية المقترحة أو تغيير مقـدار مسـاهمة كـل عنصـر، وخاصة تلك المصادر التي كلفتها عالية لتخفيض العبء إذ يتحمله المشروع والنـاجم عن ارتفاع كلفة مصادر التمويل.

مثال(1):-

تقوم إحدى الشركات بتنفيـذ مشـروع جديـد بقيمـة 100000 دينـار وبمعـدل عائده 10٪، ولغرض توفير المال اللازم للاستثمار الجديد اقترح المدير المـالي مصـادر التمويل التالية ووزع هيكل رأس المال في ضوئها وكما مؤشر إزاء كل منها:-

مصادر التمويل	القيمة	الكلفة
القروض المصرفية	30000	2.5٪
الأسهم الممتازة	10000	6٪
الأسهم العادية	20000	10٪
الأرباح المحتجزة	40000	10٪

المطلوب:- احسب الكلفة المتوسطة المرجحـة لـرأس المـال مبينـا رأيـك بمصـادر التمويل مقارنه بالعائد المطلوب على الاستثمار؟

الحل:-

مصادر التمويل	القيمة	الكلفة	×	الوزن النسبي	=	الأهمية النسبية
القروض	30000	2.5٪		30٪		0.0075
الأسهم الممتازة	10000	6٪		10٪		0.006
الأسهم العادية	20000	10٪		20٪		0.02
الأرباح المحتجزة	40000	10٪		40٪		0.04
الكلفة المرجحة للاموال						7.53٪

مثال:

ترغب إحدى الشركات اسـتثمار مبلـغ (1000000) دينـار في مشـروع معـين واقترح المدير المالي مصادر التمويل التالية لتنفيذ المشروع .

مصادر التمويل	القيمة	الكلفة
القروض	30000	4.8٪
الأسهم الممتازة	200000	10.5٪
الأسهم العادية	400000	14.6٪
الأرباح المحتجزة	10000	14٪

المطلوب: استخراج متوسط الكلفة المرجحة للأموال فإذا كان العـائد علـى المشروع 10٪ بين جدوى التشكيلية المذكورة لهيكل رأس المال وإذا كانت الكلفة أكثر من العائد ما هي مقترحاتك لتخفيض كلفة مصادر التمويل.

مصادر التمويل	القيمة	الكلفة	الوزن النسبي	الأهمية النسبية
القروض	300000	4.8٪	30٪	0.0144
الأسهم الممتازة	200000	10.5٪	20٪	0.021
الأسهم العادية	400000	14.6٪	40٪	0.0584

مصادر التمويل	القيمة	الكلفة	الوزن النسبي	الأهمية النسبية
الأرباح المحتجزة	100000	٪14	٪10	0.014
	1000000		٪100	٪10.7

* بما أن الكلفة اكبر من العائد لذلك نقترح تخفيض مصدر التمويل ذو الكلفة المرتفعة ونختار الأسهم العادية، اذ يتم تخفيض قيمة مساهمتها في هيكل راس المال بمبلغ 200000 دينار وزيادة مقدار مساهمة القروض بدلا عن الاسهم العادية بنفس المبلغ لانخفاض كلفتها كمصدر للاموال .

مصادر التمويل	القيمة	الكلفة	الوزن النسبي	الأهمية النسبية
القروض	500000	٪4.8	٪50	0.024
الأسهم الممتازة	200000	٪10.5	٪20	0.021
الأسهم العادية	200000	٪14.6	٪20	0.0292
الأرباح المحتجزة	100000	٪14	٪10	0.014
	100000		٪100	٪8.82

مثال:-

يبلغ رأس مال شركة الاتحاد العربي 2000000 دينار موزعه كما يلي :-

1- 800000 دينار سندات سعر السند الإسمي 100 دينار.

2- 200000 دينار أسهم ممتازة سعر السهم الممتاز الإسمي 100 دينار .

3- 1000000 دينار أسهم عاديه سعر السهم العادي 10دنانير .

وهناك فرصه متاحة للشركة للحصول على تمويل وفق المصادر الآتية:-

1- بيع سندات جديدة بسعر 200 دينار للسندات الواحد ليستحق الدفع بعد 20سنه وبفائدة سنوية 6٪ وتبلغ كلفه.إصدار السند 3٪ ومن المتوقع ان يتم بيع السند بقيمة 200 دينار للسند بالسوق.

2- إصدار أسهم ممتازة بربح مقداره 7.2٪ سنويا وموعد الاستحقاق 10 سنوات ويباع السهم الممتاز بمبلغ120 دينار وان كلفة الإصدار 4٪ .

ج- إصدار أسهم عاديه وبيع السهم بسعر 80 دينار وكلفة الإصدار 4 دينار للسهم الواحد ويتوقع أن يتم توزيع أرباح لحملة الأسهم العادية بمقدار 8 دينار للسهم وان معدل نمو الأرباح بمقدار 4٪ سنويا.

المطلوب:- احسب كلفة كل مصدر من مصادر التمويل مبينا الكلفة المرجحة للأموال إذا علمت أن نسبة الضريبة 40٪ .

الحل:

أولا:

$$ك\ س = \frac{ف + \frac{(س\ ع - س\ ب)}{ن}}{\frac{س\ ع + س\ ب}{2}}$$

$$الفائدة = 200 \times \frac{6}{100} = 12 \text{ دينار}$$

$$سعر\ السند\ الصافي = 200 - (\frac{3}{100} \times 200) = 194 \text{ دينار}$$

$$\frac{12+\frac{(200-194)}{20}}{\frac{200+194}{2}} = \frac{12+\frac{(6)}{20}}{\frac{394}{2}} = \frac{12+0.3}{197} = \frac{12.3}{197} = 6.2\%$$

معدل الفائدة الحقيقي (كلفة السندات بعد الضريبة) = 6.2٪ (1-40٪)

$= 60\% \times 6.2\%$

$= 3.72\%$

ثانيا:-

$$\text{كلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{الأرباح السنوية الموزعة على حملة الأسهم}}{\text{سعر السهم الممتاز (1 - كلفة الإصدار)}}$$

$$= \frac{7.2}{120(1-\%4)}$$

$$\frac{7.2}{120\times\%96}$$

$$= \frac{7.2}{115.2} = \%6.2$$

ثالثا:-

$$\text{كلفة السهم العادية} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم (1-كلفة الإصدار)}} + \text{الزيادة المتوقعة في الأرباح}$$

$$= \frac{8}{80-4} + \%4 = 0.10 + 0.04\%$$

= 0.14 اي 14٪

رابعا:- الكلفة المرجحة للأموال :-

مصادر التمويل	القيمة	الكلفة	الوزن النسبي	الأهمية النسبية
سندات	800000	3.72٪	40٪	1.0148
أسهم ممتازة	200000	6.2٪	10٪	0.0062
أسهم عاديه	100000	14٪	50٪	0.07
	200000			9.1٪

أسئلة الفصل التاسع

س1:- شركة هيكلها المالي مكون من 30٪ سندات 10٪ اسهم ممتازة 60٪ اسهم عادية. القيمة الاسمية للسندات 2000 دينار تدفع فائدة سنوية 10٪ استحقاق 12 سنوات ويباع بقيمته الاسمية، وتستطيع الشركة بيع اسهم ممتازة القيمة الاسمية للسهم 200 دينار يدفع ربح سنوي 8٪ وسوف تتحمل الشركة مصاريف اصدار 2٪ من قيمته الاسمية ويباع بمبلغ 210 دينار في السوق.

تدفع الشركة توزيعات في هذا العام 5 دينارللسهم العادي، وتنمو التوزيعات بشكل ثابت بمعدل 5٪ ويباع السهم العادي في السوق بسعر 36 ديناروتبلغ مصاريف اصدار السهم العادي 3٪ من قيمته البيعية. تخضع الشركة لضريبة 40٪،القيمة الاسمية للسهم 40 دينار وعائد السهم الواحد6 ٪ ومعدل عائد السوق 15٪؟

س2:- يتكون هيكل رأسمال شركة الرازي من 40٪ سندات بكلفة 8٪(قبل الضريبة)، و 20٪ اسهم ممتازة بكلفة 10٪، و40٪ اسهم عادية بكلفة 13٪، ومعدل الضريبة 50٪، فإن التكلفة المرجحة لرأس المال:

المطلوب: استخرج الكلفة المرجحة للاموال للشركة المذكورة وبين التشكيلة المناسبة من مصادر التمويل ؟

س3:- تستطيع شركة الرشيد بيع الاسهم العادية في سوق بغداد المالي بسعر (30) دينار، وترغب زيادة راسمالها بطريقة الارباح المحتجزة بمقدار 500000 دينار تتوقع بيع السهم العادي بسعر 10٪ ناقصا عن سعر السوق، فاذا كانت الارباح التي تدفعها الشركة للسهم الواحد 4 دينار وتتوقع زيادة ارباحها بمقدار 7٪سنويا من سعر السوق وكانت نسبة الضريبة 50٪ ومقدار العمولة 2٪من سعر السهم .

المطلوب:- استخرج كلفة التمويل بالارباح المحتجزة ؟

س4:- علل ما يلي:

1- ان سبب اختلاف قيمة إصدار السهم العادي للشركات القديمة عن القيمة الاسمية يعود الى ارتفاع سعر السهم في السوق لهذه الشركات؟

2- ان الادارة المالية تفضل إصدار السندات بدون ضمانات؟

3- استخدام الارباح المحتجزة كمصدر من مصادر التمويل اقل كلفة مقارنة بالاسهم العادية؟

4- ان افضل كلفة مرجحة للاموال هي عندما تكون تشكيلة هيكل راس المال تتكون من مصادر مختلفة؟

الفصل العاشر

إدارة رأس المال العامل

الفصل العاشر

إدارة رأس المال العامل

Working Capital Management

المقدمة:

تعد ادرة راس المال العامل احدى اهم وظائف الادارة المالية واكثرها استهلاكا للوقت، وتقوم ادارة راس المال العامل بادارة كل عنصر من عناصر الاصول المتداولة والخصوم المتداولة بهدف تحقيق التوازن بين الربحية والسيولة والخطر للمساهمة في زيادة قيمة المشروع.

ونستخدم عبارة صافي راس المال العامل للدلالة على الفرق بين الاصول المتداولة والخصوم المتداولة وعندما تزيد الأصول المتداولة عن الخصوم المتداولة يكون صافي راس المال العامل للشركة موجبا، ويمثل صافي راس المال العامل ذلك الجزء من الأصول المتداولة الذي جرى تمويله بمصادر طويلة الاجل، وتأتي أهمية ادارة راس المال العامل من اهمية الوقت ونفقته فان استهلاك وقت اكبر في ادارة راس المال العامل لابد وان يعود على الشركة بمنافع تتجاوز استهلاكها للوقت، وانها الجهه المسؤولة عن توفير السيولة للمشروع من اجل تسديد الالتزامات في اوقاتها وكونها تشكل جزءا لا يستهان به من اجمالي الاصول.

أن راس المال العامل الصافي يمول بأموال دائمة توفر الحد الأدنى المطلوب لعناصر الأصول المتداولة كالنقدية والحسابات المدينة والمخزون، أما التمويل التراكمي لتغطية كلفة العناصر المذكورة فيتم عن طريق التمويل قصير الأجل، وتتزامن الحاجة إلى هذا التمويل مع الزيادة في أنشطة العمليات الجارية، ولغرض تقدير مدى الحاجة إلى تمويل العلميات الجارية يتطلب معرفة راس المال العامل، ولفهم المقصود براس المال العامل يجب معرفة الأصول المتداولة (current asset)

والخصوم المتداولة (current lippilits)، والأصول المتداولة هي تلك الأصول التي يتم تحويلها إلى نقدية خلال فترة قصيرة من الزمن وعادة تكون أقل من سنة، وتتكون الأصول المتداولة من (رصيد النقد في الصندوق والمصرف، المدينون، أوراق القبض التي قد تكون قابلة للخصم أو غير قابلة للخصم، والمخزون يكون على شكل مواد خام ومواد تحت الصنع و بضاعة تامة الصنع، والأوراق المالية بشكل استثمارات مالية مؤقتة والإيرادات المستحقة القبض خلال السنة والمصاريف المدفوعة مقدما).

إما الخصوم المتداولة فهي تلك الالتزامات التي تستحق الدفع خلال فترة قصيرة الأجل لا تتجاوز السنة المالية واهم عناصرها (الدائنون وقد يكون الدائن مورد تجاري أو بنوك تجارية وأوراق الدفع، مصروف مستحقة الدفع خلال مدة قصيرة، وفوائد السندات وأقساط القروض طويلة الأجل التي تستحق الدفع خلال السنة، وكوبونات نقدية تستحق الدفع لحملة الأسهم).

ولغرض معرفة مدى الحاجة إلى مصادر التمويل قصيرة الأجل لابد من معرفة صافي راس المال العامل(Net Work Capital) الذي يعرف بأنه فائض الأصول المتداولة عن الخصوم المتداولة.

وتوجد ثلاث استراتيجيات لتحديد مصادر التمويل المناسبة لراس المال العامل وهي:-

- **الاستراتيجية المقابلة Matching Strategy**:- والتي تعني تمويل الاصول الثابتة والجزء الدائم من اصولها المتداولة بمصادر تمويل طويلة الاجل،اما الجزء الموسمي من الاصول المتداولة فيتم تمويله عن طريق الاقتراض قصير الاجل،ان هذه السياسة في التمويل تجعل من الخطر التمويلي مقبول ويحافظ على ربحية المشروع.
- **الاستراتيجية العدوانية Aggressive Strategy** :- وهي السياسة التمويلية التي تعتمد على القروض قصيرة الاجل لتمويل المتطلبات الموسمية وبعض الاحتاجات الدائمة للمشروع والباقي يمول من مصادر تمويل طويلة الاجل.

- **الاستراتيجية المحافظة Conservative Strategy** :- وهي الاستراتيجية المحافظة التي تقوم على أساس اعتماد مصادر التمويل طويلة الأجل لتمويل احتاجات المشروع الكاملة باستثناء الحالات الطارئة او الالتزامات غير المتوقعة الحدوث وهي سياسة غير عملية لضرورة الحصول على التمويل قصير الاجل في بعض الحالات كالذمم الدائنة والمستحقات.

أن صافي راس المال العامل هو ناتج عن طرح الخصوم المتداولة من الأصول المتداول، ويعطينا هذا التعريف مقياسا نوعي عن درجة الثقة في الأصول المتداول وعلى قدرة المشروع بالوفاء بالالتزامات الجارية، ومنه أيضا تزداد قناعة الدائنين الذين يهمهم متانة المركز المالي للشركة ومقدرتها على الوفاء بالالتزامات الجارية، أن متانة الاستثمار في راس المال العامل من وجهة نظر الغير مثل الدائنين والموردين يعزز قدره الشركة على تسديد الالتزامات عند ميعاد الاستحقاق، بعبارة أخرى إن هذا المقياس يحدد لهؤلاء الدائنين نسبة الأمان التي تتمتع بها الخصوم الجارية، فكلما زادت نسبة الأصول المتداولة كلما كان دلالة واضحة على مقدرة الشركة في مقابلة التزاماتها بيسر وسهولة.

وتاتي اهمية ادارة راس المال العامل بكفاءة من خلال الاهتمام بعامل الزمن مع ضرورة تخفيض الوقت المخصص لادارة ذلك مع ضرورة توفير السيولة للمشروع من اجل تسديد الالتزامات اليومية التشغيلية وكذلك تسديد الالتزمات من الديون في مواعيدها،اضافة الى ان المشاريع حديثة التاسيس او الصغيرة الحجم تحتاج الى التمويل قصير الاجل لسهولة شروط الحصول عليه،كما ان التنوع يؤدي الى تخفيض كلفة مصادر الاموال.

أهمية إدارة رأس المال العامل

تأتي أهمية إدرة مكونات راس المال العامل واهم العناصر التي يتكون منها وهي الاصول المتداولة لانها العنصر الأساسي في تمويل الانشطة السنوي للمشروع وفيما يلي أهم عناصر رأس المال العامل:-

أولا:- إدارة النقد Cash Management

النقد كما هو معروف هو وسيله للتبادل في عمليات البيع والشراء، ويعتبر المصدر الأساسي لتسهيل تنفيذ أنشطة المشروع واستمرارية أعماله سواء لتسديد التزاماته المالية أو لتلبية متطلبات أنشطته المختلف وهو احد اهم عناصر الاصول المتداولة، ونقصد بالنقد هنا النقد في الصندوق والأموال المودعة تحت الطلب في البنك ويعد النقد اكثر الاصول المتداولة سيولة.

ولا توجد قواعد تحدد حجم الرصيد النقدي الذي يجب ان يحتفظ به المشروع سواء كان نقد في الصندوق أو في الحساب الجاري أو وديعة تحت الطلب، وتلعب الإدارة المالية دوراً كبيراً في تحديد حجم السيولة النقدية ولكل مشروع بما يتلائم مع انشطته وحاجاته، وهي بذلك تتحمل مسؤولية الخطر الناجم عن تحديد حجم السيولة النقدية الكافية لتسديد الالتزامات التشغيلية تجاه الغير.

فكلما توفر الرصيد النقدي استطاع المشروع تسدد التزاماته عند حلول فترة استحقاقها، وفي الوقت نفسه فان وجود فائض من النقد قد يؤدي إلى خسارة المشروع لفرص استثماريه متاحة له تولد أرباح محتمله وعليه يتوقف تحديد مقدار الرصيد النقدي على طبيعة المشروع والتزاماته التشغيلية والتعاقدية .

ويبقى دور الإدارة المالية في إدارة النقدية مهم جداً لأنها مسؤولة عن تحديد الرصيد المطلوب منها لمواجهة التزاماتها عند حلول موعد الاستحقاق ومن جهة أخرى استثمار الفائض من النقدية استثمار أمثل .

أن ذلك يعني أن ادارة النقدية لكل مشروع تواجه اتجاهين متناقضين في الوقت نفسه:-

الأول:- ضرورة الاحتفاظ برصيد نقدي كافي لتسديد الالتزامات المترتبة على المشروع في مواعيد استحقاقها .

الثاني:- استثمار الرصيد النقدي الفائض الاستثمار الأمثل.

أن وجهة التعارض في الهدفين أعلاه جاء لان عملية دفع الالتزامات تتطلب الاحتفاظ بأرصدة نقدية كافيه إلى حين تسديدها، واستثمار النقدية الفائضة تعني تخفيض الرصيد النقدي الى الحد الادنى المطلوب، إذا مهمة الاداره المالية هو الموازنة بين هدف السيولة النقدية والربحية من النقد المتاح لأن عدم الاحتفاظ برصيد كافي ومناسب من النقدية يؤدي إلى رفع التكاليف او التأثير على سمعة المشروع وعدم الاستفادة من الخصومات النقدية المتاحة (خصم الكميه عند الشراء النقدي) وبالتالي عدم الاستفادة من امكانية تخفيض كلفة المشتريات، وتأجيل سداد الالتزامات أو تحمل تكاليف أضافيه على تسديد هذه الالتزامات (في حالة عدم توفر نقدية سيضطر المشروع إلى الاقتراض من المصارف، مما يؤدي إلى زيادة الفوائد وتحمل كلفة اضافيه وبالطبع يؤدي ذلك إلى تخفيض الربح)، وعند انخفاض السيولة النقدية يؤدي إلى توقف الموردين أو امتناع بعضهم عن التعامل مع المشروع.

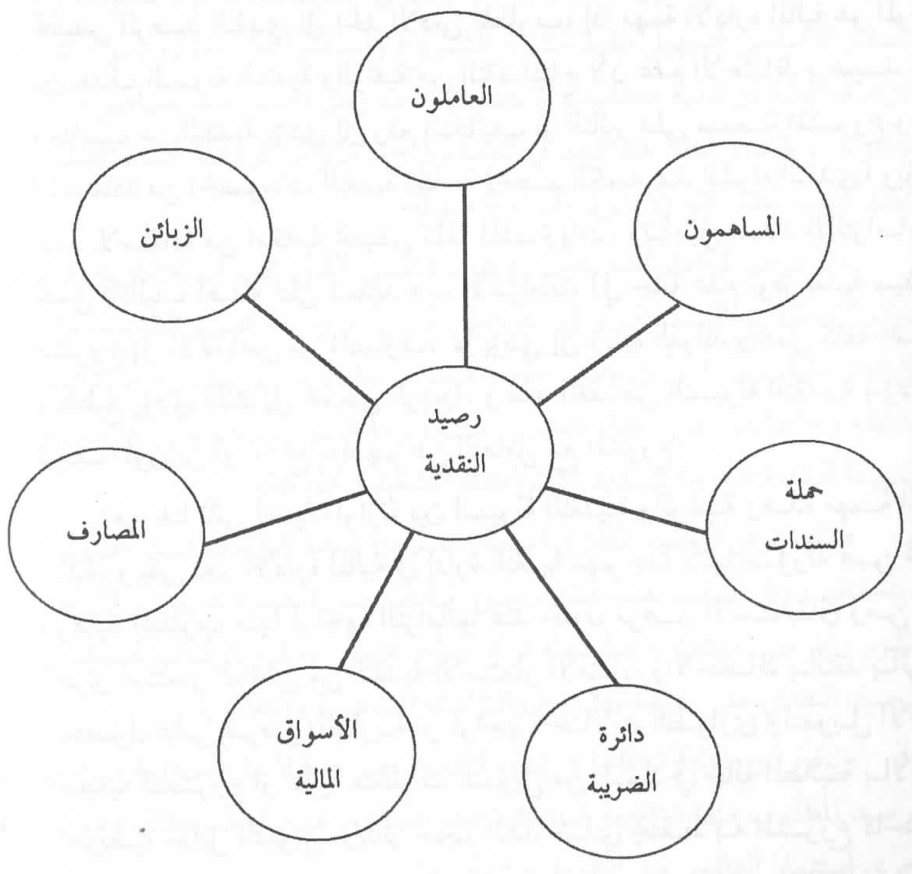
من هنا تأتي أهمية الموازنة بين السيولة النقدية والربحية وهذه مهمة الإدارة المالية، ويبقى دور الإدارة المالية في إدارة النقدية مهم جداً لأنها مسؤولة عن تحديد الرصيد المطلوب منها لمواجهة التزاماتها عند حلول موعد الاستحقاق ومن جهة أخرى استثمار الفائض من النقدية الاستثمار الأمثل، والاحتفاظ بالنقد يأتي اما للحصول على فرص المضاربة او لمواجهة حالات الطوارئ ولتمويل الأنشطة الطبيعية للمشروع او لتلبية متطلبات التمويل من البنوك في حالة المطالبة بالأرصدة التعويضية مقابل التمويل ويتاثر حجم النقد الذي يحتفظ به المشروع كاحتياطي بعاملين اساسيين هما:-

- حجم الاموال المستثمرة في الاصول شبه النقدية.
- مدى اعتماد سياسة السحب على المكشوف عند انخفاض السيولة النقدية لدى المشروع.

ويبين لنا الشكل رقم (16) طبيعة العناصر التي تؤثر على نقدية المشروع.

الشكل رقم (16)

العناصر التي تؤثر على نقدية المشروع



ويبن لنا الشكل أعلاه هناك نوعين من التدفقات النقدية للمشروع هما:-

النوع الاول:- التدفقات النقدية الداخلة:

هي إجمالي المبالغ النقدية التي يحصل عليها المشروع من جهات خارجية او داخلية خلال الفترة المالية أو التشغيلية، وتتصف هذه العناصر بكونها غير مؤكدة التحقيق لان اغلبها يرتبط بقرارات خارجة عن إرادة المشروع، وتتكون التدفقات

النقدية من مجموعة من العناصر تأتي في مقدمتها قرارات العملاء فيما يتعلق بالمبيعات النقدية وهو العنصر الأهم في هذه التدفقات ويعتمد مدى تحققها على طبيعة العملاء ودرجة الرضا التي يحققها لهم المشروع، وتليها عملية تحصيل الذمم المدينة التي ترتبط بالعملاء المستفيدين من عمليات البيع بالآجل وهو عنصر غير مؤكد ايضا لوجود احتمال تحول أرصدة الذمم المدينة الى ديون معدومة في حالة التعثر المالي لاي عميل.

وتاتي التدفقات النقدية الداخلة بالاقتراض من المصارف أو زيادة رأسمال المشروع من خلال التعامل مع الاسواق المالية في حالة التمويل باصدار الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة أو التمويل بالدين من خلال إصدار السندات او بيع الاستثمارات من الاوراق المالية المتاحة للمشروع.

النوع الثاني:- التدفقات النقدية الخارجة:

تكون طبيعة هذه التدفقات مؤكدة أكثر من التدفقات النقدية الداخلة كونها ترتبط بطبيعة عمل المشروع والأنشطة المنفذة وفق الخطط الموضوعة، وتشمل هذه التدفقات تسديدات الرواتب والأجور للعاملين في المشروع، المشتريات النقدية للبضاعة، الاستثمارات في الأوراق المالية قصيرة الأجل، تسديد حسابات الذمم الدائنة إلى الموردين، دفع الفوائد المستحقة إلى حملة السندات وإطفاء قيمة السند عند الاستحقاق أو التهيئة للإطفاء، تسديد فوائد واقساط القروض المصرفية المختلفة وتسديد قيمة الأرباح المقرر توزعها على المساهمين ودفع الضرائب والرسوم المستحقة.

إن الرصيد النقدي في أي وقت هو الفرق بين صافي التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات الخارجة من المشروع اي صافي الناتج لهذه المبادلات النقدية، وكما ذكرنا سابقاً فإن درجة عدم التأكد في حدوث هذه المبادلات تختلف من عنصر الى آخر، ويشكل عنصر التنبؤ الأساس في تقدير حجم وتاريخ تحقق التدفقات النقدية الداخلة لأنها تعتمد على قرارات الآخرين (العملاء، الظروف المحيطة) وتتأثر هذه التدفقات بطبيعة هذه القرارات من حيث الحجم ومن حيث توقيت حصولها، وكذلك تتأثر

الارصدة النقدية باساليب الانتاج والمبيعات في الشركة واجراءات تحصيل المبيعات ودفع ثمن المشتريات والتي يمكن تحديدها من خلال تحليل كل من الدورة التشغيلية ودورة التحول النقدي في المشروع ونقصد بالدورة التشغيلية على انها الوقت المستغرق من البدأ باستخدام مدخلات الانتاج أي شراء المواد الأولية وخزنها وتصنيعها إلى مرحلة تحصيل النقد من عمليات البيع.

اما دورة التحول النقدي(Cash Conversion Cycle) فهي قدرة المشروع على شراء احتياجاته على الحساب للتعويض عن الموارد النقدية المستخدمة في الدورة التشغيلية ويمكن حساب طول دورة التحول النقدي من خلال طرح فترة الدورة التشغيلية من متوسط فترة السداد، ولغرض تحسين فترة دورة التحول النقدي التي تتطلب تمويل بمبالغ اكبر على ادارة النقد ان تعمل على تنشيط عمليات البيع النقدي اي تسريع معدل دوران المخزون وتحصيل الذمم المدينة بأسرع وقت والعمل على تأخير سداد الذمم الدائنة لأطول وقت ممكن دون التأثير على القوة الائتمانية للمشروع مع الاستفادة من أساليب الخصم النقدي.

اما التدفقات النقدية الخارجة فتتميز بكونها تخضع لسيطرة المشروع الى حد كبير مثل الرواتب والاجور والمشتريات والارباح الموزعة والاستثمارات الراسمالية وبالتالي يسهل تقدير حجمها وتاريخ تحققها.

وتلعب الإدارة المالية دوراً أساسياً في الموازنة بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة .وبمعنى آخر فهي توازن بين السيولة والربحية .

السيولة التي تسدد من خلالها كافة الالتزامات المتحققة على المشروع واللازمة لتشغيله.

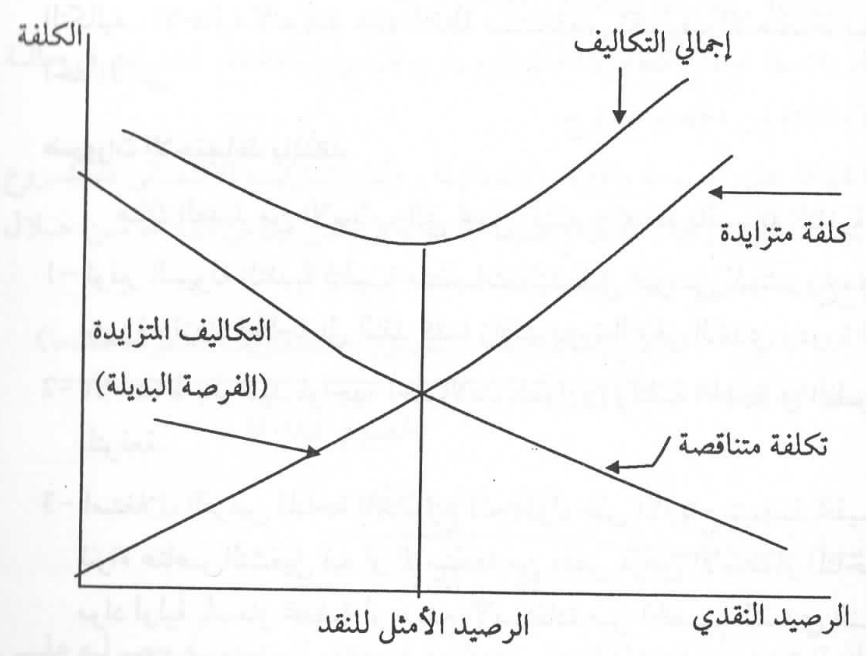
أما الربحية فالمقصود بها الحصول على أكبر عائد ممكن من الأموال المتاحة للمشروع، ونتيجة العلاقة العكسية بين هدف الربحية وهدف السيولة يتطلب الأمر من الإدارة المالية إجراء تخطيط سليم لإدارة السيولة النقدية والموازنة النقدية .

كلفة الاحتفاظ بالنقود:

إن الاحتفاظ بالموجودات السائلة بنسبة أكبر من الحاجة أو انخفاضها قد يرتب تكاليف على المشروع يجب التحسب له كما مبين بالشكل رقم (17) أدناه :

شكل رقم (17)

الحد الأمثل للنقد



إن الشكل أعلاه يبين لنا وجود كلفتين ناجمة عن الاحتفاظ بالسيولة النقدية:

الأولى:- تكاليف الاحتفاظ بالنقد والكلفة البديلة وهذه التكاليف تزداد مع زيادة الرصيد النقدي المتاح للمشروع فكلفة الاحتفاظ بالنقد تاتي من قيمة الفائدة المدفوعة على الارصدة النقدية الممولة بالدين.

أما كلفة الفرصة البديلة فهي قيمة المبالغ التي كان المشروع يمكن ان يربحها جراء استثمار النقد في الاستثمارات قصيرة الأجل والتي يخسرها المشروع جراء الاحتفاظ بنقد اكثر من الحاجة اليه.

الثانية:- وهي التكاليف التي تنقص مع زيادة الرصيد النقدي المتاح للمشروع وهي كلفة المبادلات التي يتحملها المشروع كلما حول الاستثمارات المالية الى نقد.

ويبين لنا الشكل رقم (14) أعلاه ان التكاليف الاجمالية للنقد تتناقص أولاً ثم تصل إلى الحد الأمثل وتعود فترتفع نتيجة لزيادة حجم النقد المحتفظ به.

ومن الناحية العملية فإن المستوى الأمثل للنقدية هي أقل نقطة على خط التكاليف الإجمالية لأنه عند هذه النقطة ستنخفض تكاليف الاحتفاظ بالنقود إلى الحد الأدنى.

ضرورات الاحتفاظ بالنقد

هناك العديد من الاسباب التي تجعل المشروع يحتفظ بالسيولة النقدية ومنها:-

1- توفير السيولة النقدية لتلبية متطلبات التشغيل اليومي للمشروع، وكما هو معروف تزداد الحاجة الى النقد كلما زادت دورة التدفق النقدي ودورة الإنتاج.

2- الاحتفاظ بالرصيد لمواجهة احتمالات الطوارئ ولتلبية الحاجة في الظروف غير المتوقعة.

3- استغلال الفرص المتاحة للمشروع للحصول على الأرباح نتيجة تخفيض كلفة شراء عناصر التشغيل فيه أو الاستفادة من بعض فرص الاستثمار المتاحة، كشراء مواد أولية بأسعار مخفضة أو عدم الاستفادة من الخصم النقدي الناجم عن الشراء نقدا.

4- ان كل ذلك يرفع من تكاليف التشغيل فمثلا ان عدم الاستفادة من الخصم النقدي يؤدي الى رفع كلفة التمويل قصير الاجل،لارتفاع كلفة الائتمان التجاري في حالة عدم التسديد خلال فترة الخصم والذي يحسب بالمعادلة التالية:-

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{1-\text{نسبة الخصم}} \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الخصم}}$$

مثال:-

منح أحد الموردين بضاعة بمبلغ 1000 دينار إلى شركة الرشيد بشروط دفع 2/10 صافي 30 يوم، ولغرض احتساب كلفة الائتمان التجاري في حالة عدم الاستفادة من الخصم الممنوح لها تكون كلفة الائتمان؟

$$\frac{0.02}{1-0.02} \times \frac{360}{30-10} = \frac{0.02}{0.98} \times \frac{360}{20} = 36.6\ \%$$

اذ يلاحظ ارتفاع كلفة الائتمان التجاري الذي ستتحمله الشركة في حالة عدم الاستفادة من الخصم الممنوح.

الحفاظ على السمعة والملاءة الائتمانية وعلى الترتيب الائتماني للمشروع (الذي يعتمد على درجة سيولة الأصول المتداولة ويمكن قياس الملاءة من خلال استخراج نسبة السيولة والنسبة السريعة)،

$$\text{نسبة السيولة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - (\text{المخزون} + \text{المصاريف المدفوعة مقدما})}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{النقد} + \text{شبه النقد}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

ان تدهور الترتيب الائتماني للمشروع يؤدي الى صعوبة حصوله على القروض في وقت الحاجة اليها، التشدد في شروط الاقراض للمشروع،رفع سعر الفائدة وتخفيض مبلغ القرض تحسبا لدرجة الخطر الناجمة عن انخفاض الملاءة المالية .

ويمكن ان نستخدم النسب المالية التالية لقياس مقدرة المشروع على توليد النقد ومقارنتها مع السنوات السابقة او مع متوسط النسب في القطاع الذي ينتمي إليه المشروع محل التقييم وهذه النسب هي:-

$$\text{نسبة النقدية الى المبيعات} = \frac{\text{النقد}}{\text{صافي المبيعات}}$$

$$\text{نسبة النقدية الى الأصول المتداولة} = \frac{\text{النقد}}{\text{الاصول المتداولة}}$$

$$\text{نسبة النقد الى الخصوم المتداولة} = \frac{\text{النقد}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

تحديد الحجم الأمثل لرصيد النقدية

سبق وان عرضنا في الشكل رقم (17) أعلاه مكونات تكاليف الاحتفاظ بالنقود وتبين ان التكاليف الاجمالية تتكون من مجموعتين الاولى تزداد مع زيادة الرصيد النقدي وهي تكاليف الاحتفاظ بالنقود وكلفة الفرصة البديلة والثانية تكاليف تنخفض مع زيادة رصيد النقدية.

وترتبط إدارة النقدية بمعدل دوران النقدية Cash Turnover ودورة النقدية Cash Cycle في المشاريع . ويقصد بالدورة النقدية الفترة اللازمة والتي تبدأ من استخدام النقدية لشراء المواد الخام وتصنيع السلع وصولا الى تحقيق الانتاج التام الصنع وبيعها إلى العملاء والحصول على النقد مقابل ثمنها، وعندما يتم تحويل تلك السلع الى نقدية فإن الدورة تكون قد اكتملت ثم تتكرر في حياة المشروع الاقتصادية.

وتتضمن الدورة النقدية مراحل متعددة تتحول فيها المواد الخام إلى نقدية وهذه المراحل هي مرحلة شراء المواد الخام من المجهزين ومرحلة استلام تلك المواد ودفع أثمانها وتصنيع تلك المواد وبيعها سواء كان نقداً أو على الحساب إلى العملاء واستلام الثمن نقدا أما معدل دوران النقدية فهو عدد المرات التي يتم فيها استخدام النقدية خلال السنة.

مثال رقم (1):

تقوم إحدى الشركات بشراء المواد الخام من المجهزين بشروط دفع خلال مدة 30 يوماً، وتبيع عملائها السلع بشروط دفع البيع الآجل خلال 60 يوماً و من خلال التجارب السابقة تبين بأن الشركة تسدد ديونها للمجهزين خلال فترة 45 يوماً، وتقوم بتحصيل ديونها من العملاء بعد 75 يوماً، علاوة على ذلك تستغرق عملية تصنيع المنتجات الجاهزة للبيع مدة 90 يوماً.

المطلوب: ما هي الدورة النقدية في الشركة وما هو معدل دورانها؟

الحل:

يمكن حساب دورة النقد بإيجاد عدد الأيام التي تقع بين التدفق النقدي الخارج من الشركة عند تسديد حسابات الذمم الدائنة والتدفقات النقدية الداخلة التي تحصل عليها وعند قبض ثمن بيع السلع الى العملاء.

الدورة النقدية = (90 + 75 – 35) يوماً = 120 يوماً.

$$\text{دوران النقدية} = \frac{\text{عدد الأيام في السنة}}{\text{الدورة النقدية}} = \frac{360}{120} = 3$$

وكلما ازداد معدل الدوران فإن حاجة الشركة للنقدية تنخفض لأن سرعة دوران النقدية تزيد من سيولة الشركة، وعلى ادارة مالية المشروع أن تزيد من سرعة الدوران للاستفادة من السيولة في تسديد الالتزامات التشغيلية والديون.

ان كلفة الاحتفاظ بالنقد هي الفائدة على الارصدة النقدية التي يخسرها المشروع والتي يمكن ان تحسب بخسارة الفرصة البديلة.

فلو فرضنا أن الشركة تستطيع استثمار الأرصدة النقدية المتاحة لديها وتحقق عائد مقداره (4٪) وانها تحتفظ بحد ادنى من الارصدة النقدية بمقدار 60000 دينار فإن كلفة الاحتفاظ بالحد الأدنى تكون كما يلي:

كلفة الاحتفاظ بالأرصدة النقدية = 60000 × 4 ٪ = 2400 دينار، امـا كلفـة النقص فتتمثل بكلفة المبـادلات الـتي يتحملـها المشروع كلمـا حـول الاسـتثمارات قصيرة الاجل في الأوراق المالية الى نقد.

ويمكن استخدام النموذج التالي لتحديد حجم النقد الامثل:-

$$c = \sqrt{\frac{26T}{i}}$$

حجم النقد الأمثل $c =$

الاحتياجات النقدية الإجمالية للفترة الزمنية $T =$

تكلفة عمليات التبادل $b =$

معدل الفائدة على أوراق المالية في السوق المالي $i =$

مثال رقم (2):

تحتاج شركة بـابل الى 4000 دينـار سـنويا لتلبيـة الاحتياجـات التشـغيلية مـن النقد،ومن خبرة الادارة المالية فان كل عملية تبديل للأوراق المالية تكلف 30 دينـار، فاذا كان معدل الفائدة على الاوراق المالية في السوق المالي 12٪ .

المطلوب تحديد حجم الرصيد النقدي الامثل؟

$$\sqrt{\frac{(4000)(30)2}{2}} = C$$

$$C = 346.4$$

ومن هنا يتضح أن أسـاليب الإدارة النقديـة الناجحـة ترمـي الى تقليـل الحـد الأدنى من الأرصدة النقدية المطلوبة وتستخدم لتحقيق هذا الهدف الأساليب التالية:

1- تمديد فترة تسديد حسابات الذمم الدائنة عن طريق تأخير دفع التزامات المشـروع للغير مع الحفاظ على سمعة الشركة المالية .

2- العمـل علـى رفـع معـدل دوران المخزون ومعـدل دوران الأصـول للمشـروع وبشكل فعال، فعندما تكون إدارة المخزون السلعي والإنتاج جيـدة وفعالـة فإنـه

سوف يؤدي على تقليل الحاجة الى الأرصدة النقدية لاغراض التشـغيل وتسـديد الالتزامات وبالتالي تكاليف الإنتاج.

3- الإسراع في تحصيل حسابات الذمم المدينة حيث يستطيع المشروع مـن اسـتخدام وسائل متعددة للإسراع في تحصيل حسابات الذمم المدينة ومنـها عـرض شـروط تعجيل وخصم على المشتريات المدفوعة نقدا بهدف تشجيع عملاء المشروع علـى الدفع بأسرع وقت ممكن شرط أن لا يتعـارض ذلـك مـع سياسـة المشـروع او لا يؤثر على حجم المبيعات في المستقبل وتحويل الشيكات المستلمة مـن العمـلاء إلى نقدية بأسرع وقت ممكن.

الموازنة التقديرية النقدية:

تعتبر أهم أدوات تخطيط السيولة النقديـة في المشـروع إذ أنـها تعـرض المركـز النقدي خلال فترة محددة قد تكون يومية أو أسبوعية أو شهرية أو فصليـة أو سـنوية حسب طبيعة المشروع والهدف من ادارة النقدية.

والموازنة النقدية التقديرية عبارة عـن تقريـر يبـين مقـدار المقبوضـات النقديـة (التدفقات النقدية الداخلة) والمدفوعات النقدية المتوقعة(التدفقات النقدية الخارجـة) خلال فترة الموازنة.

ومن ناحية أخرى تبين صافي التدفقات النقدية للمشروع من فائض أو عجـز، كما أنها تعرض معلومات تفصيلية عن طبيعـة التدفقـات النقديـة وفـترة التحصيـل للذمم المدينة، تأثير سياسات الائتمان، حجم وتوقيت المشتريات وشـروط الموردين وتأثير تلك العناصر على سيولة الشركة، كما أنها تبين لنا حجم وتوقيت الالتزامات النقدية ومقدار العجز او الفائض والبدائل المتاحة من مصادر الأموال، ولذلـك فـان العنصر الأساسي المطلوب عند إعداد الموازنـة التقديريـة النقديـة هـو التنبؤ بحجـ وتوقيت المبيعات وتقدير المشتريات وتحديد مستوى النقـد الأمثل لتسيير عمليات المشروع إضافة الى الاحتفاظ بحد أدنـى مـن الأرصـدة النقدية لمواجهة المتطلبات التشغيلية والالتزامات في مواعيدها المستحقة ويحسب الحد الأدنى مـن الأرصـ النقدية وفق المعادلة التالية:

$$\text{الحد الأدنى من الأرصدة النقدية} = \frac{\text{المصروفات النقدية السنوية}}{\text{معدل دوران النقدية}}$$

وفي مثالنا السابق رقم (1) أعلاه إذا كانت المصروفات السنوية النقدية 180000 دينار فإن الحد الأدنى من الأرصدة النقدية المطلوب الاحتفاظ به هو كما يلي:

$$\frac{18000}{3} = 60000 \text{ دينار}$$

ولكن الاحتفاظ بحد أدنى من الأرصدة النقدية عادة ما يكلف المشروع تكاليف تعادل تكلفة الفرصة البديلة (Opportunity Cost) التي ضاعت نتيجة الاحتفاظ بتلك الأرصدة بدلاً من استثمارها في استثمارات قصيرة الاجل .

مثال رقم (1):

تقوم إحدى الشركات بإنتاج الأجهزة الإلكترونية وقد تم تقدير حجم المبيعات كما في الجدول أدناه ويتم تسديد قيمة المبيعات بنسبة (20٪) نقداً و (80٪) خلال الشهر الذي يلي شهر البيع وإن مشترياتها تدفع في الشهر التالي لعملية الشراء:

البيان	أيار	حزيران	تموز	آب	أيلول	ت1	ت2	ك1
مبيعات	10000	10000	20000	30000	40000	20000	20000	10000
مشتريات	14000	1000	14000	28000	20000	1000	1000	4000
مصروفات نقدية	000	000	2000	10000	12000	2000	1500	10000

المطلوب: إعداد الميزانية النقدية التقديرية للستة الأشهر الأخيرة من عام 2003 للشركة المذكورة وتغطية العجز بالاقتراض مع العلم بأن الحد الأدنى لرصيد النقدية المطلوب الاحتفاظ به (5000) دينار ورصيد أول المدة لشهر تموز (7000) دينار.

البيان	أيار	حزيران	تموز	آب	أيلول	ت1	ت2	ك1
المقبوضات النقدية 20٪	2000	2000	4000	6000	8000	4000	4000	2000
المقبوضات في الشهر التالي 80٪	000	8000	8000	16000	24000	32000	16000	6000
إجمالي التدفقات النقدية	2000	10000	12000	22000	32000	36000	20000	8000
مشتريات	000	(14000)	(1000)	(14000)	(28000)	(20000)	(1000)	000)
صافي التدفقات	2000	4000	11000	8000	4000	16000	19000	7000

ثانياً :- الميزانية التقديرية للستة أشهر الأخيرة من عام 2003:-

البيان	تموز	آب	أيلول	تشرين أول	تشرين ثاني	كانون أول
رصيد أول المدة	7000	16000	14000	6000	20000	375000
إجمالي المقبوضات من المبيعات	12000	22000	32000	36000	20000	18000
إجمالي المقبوضات النقدية	19000	38000	46000	42000	40000	55500
المصروفات						
مشتريات	1000	14000	2800	20000	1000	1000
مصاريف نقدية	2000	10000	12000	2000	1500	10000
إجمالي المصروفات	3000	24000	40000	22000	25000	11000
الرصيد النقدي						
مقبوضات - المصروفات	16000	14000	6000	20000	37500	44500

البيان	تموز	آب	أيلول	تشرين أول	تشرين ثاني	كانون أول
الاقتراض	000	000	000	000	000	000
إجمالي الاقتراض	000	000	000	000	000	000
الحد الأدنى للرصيد	5000	5000	5000	5000	5000	5000
رصيد آخر مرة	16000	14000	6000	20000	37500	44500

مثال 2:-

يقوم قسم الإدارة المالية في شركة الاتحاد العربي بإعداد الموازنة التقديرية على أساس شهري للنصف الثاني من عام 2004، وقد أعد قسم التسويق في الشركة التنبؤ في المبيعات للأشهر من أيار إلى كانون أول من عام 2004، وكما في الجدول الآتي:-

البيان	أيار	حزيران	تموز	آب	أيلول	تشرين أول	تشرين ثاني	كانون أول
التنبؤ في المبيعات	20	20	40	60	80	40	40	20

وتقسم كالتالي:-

* مبيعات نقدية (20 ٪) من المبيعات.
* مبيعات آجلة (80 ٪) من المبيعات .

ويقوم قسم المبيعات بتقدير التوصيلات للمبيعات الآجلة في الشكل التالي:-

(70 ٪) من مبيعات الشهر السابق تحصل عليها في الشهر الحالي.

(10 ٪) من مبيعات الشهر السابق تحصل عليها بعد شهرين من عملية البيع.

وقد بلغت مشتريات الشركة بمعدل (70 ٪) من مبيعاتها ابتداء" من شهر حزيران وتسدد هذه المشتريات بعد شهر من تاريخ الشراء.

ويترتب على الشركة دفع مصاريف شهرين تتعلق بالأجور والرواتب والإيجارات والنفقات الأخرى والضرائب والمصروفات والأرباح الموزعة كما في الجدول التالي:-

البيان	أيار	حزيران	تموز	آب	أيلول	تشرين أول	تشرين ثاني	كانون أول
رواتب وأجور	--	---	3	4	5	3	3	2
الإيجار	--	--	1	1	1	1	1	1
نفقات أخرى	--	--	2	3	4	2	2	1
الضرائب	--	--	--	--	--	--	15	--
مصروفات رأسمالية	--	--	--	--	8	--	--	--
أرباح موزعة على المساهمين	--	--	--	--	--	--	12	--

فإذا كان النقد في أول المدة (12) دينار وكان الحد الأدنى للنقد (5) دنانير.

المطلوب:- إعداد الموازنة النقدية للشركة المذكورة ؟

أولاً: إعداد ورقة عمل التدفقات النقدية الداخلة والخارجة:-

البيان	تموز	آب	أيلول	تشرين أول	تشرين ثاني	كانون أول
المقبوضات:-						
مبيعات نقدية (20 ٪)	8	12	16	8	8	4
مبيعات آجلة (80٪):-						
70 ٪ الشهر التالي	14	28	42	56	28	28
10 ٪ بعد شهرين	2	2	4	6	8	4

البيان	تموز	آب	أيلول	تشرين أول	تشرين ثاني	كانون أول
إجمالي المقبوضات	24	42	62	70	44	36
المدفوعات:-						
مشتريات	28	42	56	28	28	14
المدفوعات النقدية	6	8	18	6	56	4
إجمالي المدفوعات	34	50	74	34	84	18

ثانياً :- الميزانية التقديرية للستة أشهر الأخيرة من عام 2004:-

البيان	تموز	آب	أيلول	تشرين أول	تشرين ثاني	كانون أول
رصيد أول المدة	12	5	5	5	41	5
إجمالي المقبوضات من المبيعات	24	42	62	70	44	36
إجمالي المقبوضات النقدية	36	47	67	75	85	41
المدفوعات						
مشتريات	28	42	56	28	28	14
مصاريف نقدية	6	8	18	6	56	4
إجمالي المدفوعات	34	50	74	34	84	18
الرصيد النقدي						
مقبوضات - المدفوعات	2	(3)	(7)	41	1	23
الاقتراض	3	8	12	---	4	---
إجمالي الاقتراض	3	11	23	23	27	27
الحد الأدنى للرصيد	5	5	5	5	5	5
رصيد آخر مرة	5	5	5	41	5	23

ثانيا:- إدارة المخزون Inventory Management

تحتفظ المشاريع عادة لأغراض انجاز عمليات التشغيل سواء أكانت هذه العمليات تتعلق بالإنتاج او التسويق بمخزون لغرض تأمين استمرارية عملية الإنتاج او تخفيض كلفة الإنتاج من خلال مواجهة ارتفاع الأسعار للمواد الأولية والمواد النصف مصنعة أو تلافي حدوث نقص في تجهيز المواد وأحيانا الاستفادة من خصم الكمية، ولذلك فان تحديد حجم المخزون الأمثل يعتمد على العديد من العوامل المرتبطة بحجم المبيعات المتوقعة وطول فترة الإنتاج.

تهتم ادارة مالية المشروع عادة في المخزون لأن الاستثمار به يشكل كلفة تبلغ نسبتها ما بين 20٪ - 25٪ من إجمالي قيمة الأصول في القطاع الصناعي، وتعني هذه النسبة أن الإدارة الجيدة للمخزون التي تستخدم الاساليب الرياضية والاحصائية واساليب الرقابة المالية لضبط المخزون السلعي ومتابعته يؤدي إلى تحقيق عناصر إيجابية تنعكس على نتائج اعمال المشروع ككل.

وتاتي اهمية المخزون من صعوبة تحويله الى نقد وضخامة الاموال المستثمرة فيه وهو دليل على امكانية المشروع في التسويق ومؤشر على كفاءة المشروع وتاثره بالظروف الاقتصادية كالكساد والرواج الاقتصادي.

وان ادارة المخزون تتاثر وتؤثر على ادارات المشروع المختلفة كالادارة المالية والتسويق وادارة الانتاج وادارة المشتريات .

يتكون المخزون السلعي بصورة عامة من المواد والسلع الآتية:-

1- مخزون المواد الأولية.

2- المخزون للسلع تحت الصنع .

3- المخزون للسلع تامة الصنع.

4- قطع الغيار.

1- مخزون المواد الأولية الخام:

وهي عبارة عن المدخلات التي يتم الحصول عليها من خارج المشروع، أي المواد الأولية اللازمة للتشغيل والتي يتم تحديد كميتها بالاعتماد على مستوى الإنتاج/الطلب المتوقع لتلبية طلبات العملاء، ولغرض الاشتغال بكامل الطاقة الانتاجية المتاحة لتخفيض كلفة المنتج النهائي وزيادة القدرة التنافسية للمشروع، كما أن جزء من كمية المواد الأولية المشتراة تخزن لاغراض الاحتياط أو لتخفيض الكلفة في حالة التوقع بارتفاع الأسعار هذه المواد مستقبلاً، ويتم التنسيق عادة بين إدارات المشتريات والإنتاج والمبيعات والإدارة المالية لتحديد كمية الأموال اللازمة لتمويل حجم الاستثمار في المخزون من المواد الأولية وتحديد مصادر هذه الأموال.

أما كيفية تحديد الاحتياطي فيعتمد على التجارب السابقة وسياسة الموردين والتقيد في المواعيد اللازمة للتجهيز، ويعد الاحتياطي ضروري لتجنب الاختناقات في الإنتاج في الحالات الطارئة غير متوقعة، وفيما إذا كانت بعض المواد الاولية موسمية الانتاج، اذ يجب أن يستمر الإنتاج في المشروع على طول أيام السنة مهما كانت الظروف، اذا كانت رغبت الادارة بتحقيق النمو والاستقرار في انشطته، وهذا يتطلب احيانا زيادة كميات المشتريات في موسم الإنتاج للاستفادة من فرق السعر وتامين الحاجة على مدار السنة.

2- المخزون تحت التشغيل او نصف المصنع:

والهدف من هذا المخزون هو تسريع عملية الإنتاج بهدف توفير الكميات المناسبة المطلوبة للبيع عند زيادة الطلب على السلعة المنتجة في المشروع.

3- السلع تامة الصنع:

الهدف الأساسي من خزنها هو تلبية طلبات العملاء الفورية، ولكي يتجنب المشروع الخسارة في حالة عدم تلبية طلبات العملاء اذ سينعكس ذلك على حجم المبيعات والأرباح المحتملة بسبب عدم التجهيز وعزوف العميل عن الاستمرار في التعامل مع المشروع مستقبلا.

4- قطع الغيار:

ان الهدف من خزن قطع الغيار هو انجاز عمليات الصيانة للآلات لتحقيق الاستمرارية في عمليات الإنتاج وخاصة تلك الآلات التي تحتاج إلى استبدال بعض القطع بشكل دوري.

تكاليف الاحتفاظ بالمخزون:(Cost of Holding Inventory)

تتكون تكاليف المخزون من العناصر الأساسية التالية:

أولاً: تكاليف رأس المال(Cost of Capital) المستثمر في المخزون والتي تتمثل في العناصر التالية:

أ- كلفة الأموال المستثمرة في المخزون نفسه.

ب- كلفة الآلات واللوازم الخاصة بمناولة البضائع وتخزينها.

ج- كلفة المساحة المستخدمة في الخزن والتي تتحمل عناصر التكلفة التالية: الإهلاك، الصيانة، الإيجار، الضرائب العقارية، والتأمين، أجور العمال.

د- تكلفة الذمة المخزنية والتي تشمل أجور العمال والتلف والاختلاس.

ثانياً: تكاليف الطلبية(Ordering Cost): وهي تكاليف شراء السلع والاحتفاظ بها وتتكون من الطلبية الخاصة في المخزن كأعداد طلبية المواد وإرسالها للمورد وتكاليف استلام الشحنة وفحصها ونقلها للمستودعات، والتكاليف المفقودة الناجمة عن عدم الاستفادة من خصم الكمية إذا كانت الطلبيات منخفضة المبالغ ومتعددة.

ويمكن تصنيف تكاليف الطلبية إلى نوعين:

1- **تكاليف ثابتة:** وهي تكلفة إعداد الطلبية.

2- **تكاليف متغيرة:** وهي كلفة استلام وفحص البضاعة وكلفة الخصم أي كلفة خصم الكمية المفقودة".

ثالثاً: تكاليف نفاذ المخزون: وهي الكلف التي يتحملها المشروع جراء عدم تلبية طلبات بعض العملاء بسبب نفاذ كمية الخزين لدى المشروع،وان خطر النفاذ ينخفض عند ارتفاع حجم المخزون وفي الوقت نفسه سترتفع كلفة الخزن، ويمكن تحويل عبء الاحتفاظ ببعض أنواع المخزون كالمواد الأولية اذ التزم الجهز بأوقات التجهيز المتفق عليها وكان موضع ثقة المشروع وموقعه قريب منه.

وفي الوقت نفسه ان عدم توفر البضاعة الجاهزة للبيع في المخزن او تأخر تسليمها الى العملاء سيؤدي إلى فقدان أرباح محتملة التحقق نتيجة عدم زيادة الايرادات، او ارتفاع كلفة أوامر الإنتاج المستعجلة وخسارة بعض العملاء .

ان نفاذ المواد الاولية يؤدي الى زيادة تكاليف المشروع نتيجة توقف الإنتاج واحتمال اغلاق المصنع واستمرار تحمل التكاليف الثابتة وأجور العمال، وكذلك الحال في حالة نفاذ السلع تحت الصنع.

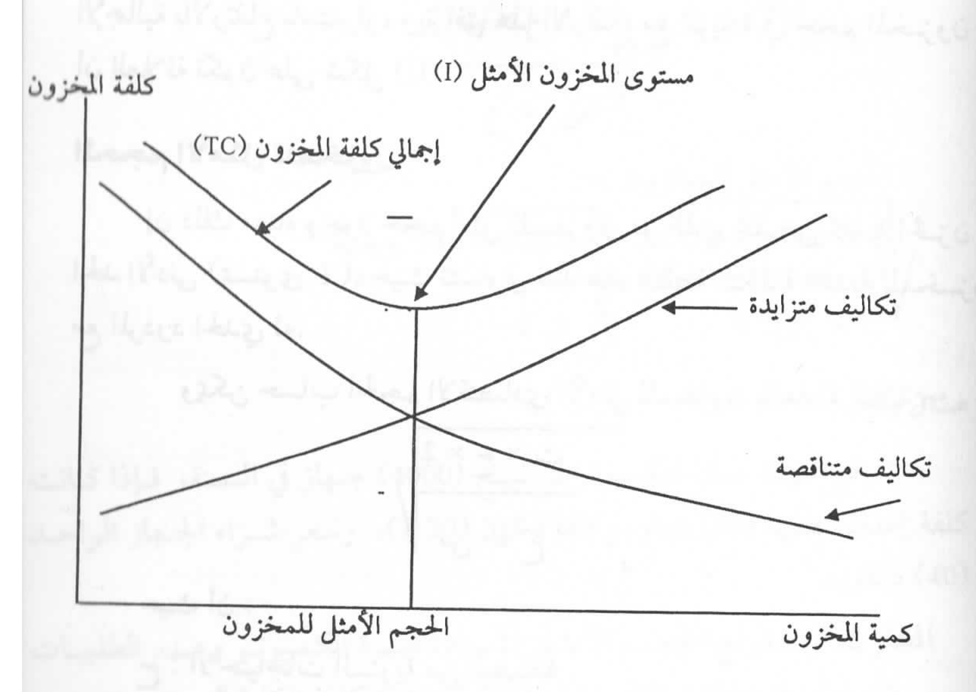
وبالاضافة الى التكاليف اعلاه يتحمل المشروع كلفة إعداد الطلبيات الخاصة، التي يتم اعدادها وطلبها ونقلها بصورة عاجلة للإسراع بالحصول على هذه المواد والضغط على الموردين بسرعة التجهيز مما يرفع من كلفة الطلبية.

وعلى الادارة المالية ان تولي هذا الموضوع الاهتمام من خلال وضع الخطط التي تعالج مشكلة نفاذ المخزون وتستطيع استخدام حركة الصادر والوارد المخزني في عملية التخطيط والركون الى سجلات المراقبة المخزنية لمعرفة عدد مرات النفاذ واسباب تحققها .

و الشكل رقم (18) ادناه يبين لنا طبيعة تكاليف المخزون :

شكل رقم(18)

التكاليف المخزنية



نستنتج من الشكل أعلاه هناك نوعين من التكاليف ناتجة عن الاحتفاظ بالمخزون:-

النوع الأول:- تكاليف تتزايد مع زيادة حجم المخزون مثل (كلفة الخزن، التقادم الحريق).

النوع الثاني:- تكاليف تتناقص مع زيادة حجم المخزون مثل (نفاذ المخزون، كلف إعداد الطلبية وولاء العملاء).

إذا جمعنا الكلفتين لكل مستوى من مستويات المخزون التي يتم قياسها على المحور الأفقي فإن العلاقة الناتجة تعطينا إجمالي كلفة المخزون (TC) .

ويبين لنا الشكل أن إجمالي كلفة المخزون تتناقض أولاً مع زيادة حجم المخزون ثم تصل إلى الحد الأدنى (المستوى الأمثل للخزن) بعد ذلك تبدأ التكاليف الإجمالية بالارتفاع باستمرار، ويترافق هذا الارتفاع مع الزيادة في حجم المخزون أي أن العلاقة تكون على شكل (U).

الحجم الأمثل للمخزون

إن ذلك معناه وجود حجم أمثل للمخزون هو الذي يخفض كلفة الخزن إلى الحد الأدنى (بمستوى I)، حيث تتساوى عند هذه النقطة التكلفة الحدية للمخزون مع المردود الحدي له.

ويمكن حساب الحجم الاقتصادي الأمثل للمخزون بالمعادلة التالية:-

$$\sqrt{\frac{2 \times \text{ح} \times \text{ت}}{\text{س} \times \text{ع}}}$$

حيث أن :-

ح : الاحتياجات السنوية من البضاعة .

ت: كلفة الطلبية الواحدة .

ع: العبء السنوي (التكلفة السنوية للاحتفاظ بالمخزون) .

س: سعر الوحدة .

مثال(1):-

إذا كانت التكاليف المتغيرة للمخزون (30 ٪) من متوسط قيمة المخزون وكلفة إصدار طلبية الشراء الواحدة (10) دنانير، وكانت الاحتياجات السنوية للبضاعة (4000) وحدة، وكان سعر الوحدة (1) دينار.

فما هو الحجم الاقتصادي للطلبية ؟

الحل:-

$$\sqrt{\frac{2 \times \text{ح} \times \text{ت}}{\text{س} \times \text{ع}}}$$

الحجم الأمثل للمخزون =

$$\sqrt{\frac{2 \times 4000 \times 10}{1 \times 0.30}} = \sqrt{\frac{80000}{0.3}} = 516 \text{ وحدة}$$

مثال (2):-

تتوقع شركة عمان للكمبيوتر أن تبيع (4000) جهاز في السنة، فإذا كانت كلفة إعداد الطلبية (35) دينار، وكلفة الخزن (20 ٪)، وسعر شراء الجهاز الواحد (40) دينار.

المطلوب: استخراج الحجم الأمثل لشراء أجهزة الكمبيوتر وعدد الطلبيات المتوقعة وفترة الخزن المثلى (عدد أيام الخزن) والكلفة الكلية ؟

الحل:-

$$\text{حجم الطلبية الأمثل} = \sqrt{\frac{2 \times \text{ح} \times \text{ت}}{\text{س} \times \text{ع}}}$$

حجم الطلبية الأمثل =

$$\sqrt{\frac{2 \times 4000 \times 35}{40 \times 20\%}} = 187 \text{ وحدة.}$$

$$\text{2- فترة التخزين} = \frac{360}{\text{معدل دوران المخزون}}$$

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{متوسط رصيد المخزون}}$$

معدل دوران المخزون = $\frac{4000}{187}$ = 21 مرة

فترة التخزين= $\frac{360}{21}$ = 17 يوم .

عدد الطلبيات= $\frac{4000}{187}$ = 21.5 طلبية .

الكلفة الكلية = كلفة الطلبية الواحدة $\frac{\text{كمية الاستهلاك المتوقع}}{2}$ + كلفة الخزن الثابتة للوحدة $\frac{\text{كمية الطلبية المثلى}}{2}$

$$TC = O\,\frac{(S)}{Q} + C\,\frac{(Q)}{2}$$

Tc = اجمالي التكاليف

O= كلفة الطلبية الواحدة (الاصدار)

S = كمية الاستهلاك المتوقع

Q = الكمية المثلى للطلبية

C = كلفة الخزن الثابتة للوحدة

الكلفة الكلية= $35\,\frac{(4000)}{187} + 8\,\frac{(187)}{2} = 1497$ دينار.

مثال:

تبلغ احتياجات شركة الرافدين من المـواد نصف المصنعة (100000) وحدة وتقدر كلفة شراء المادة (15) دينار، وبلغت كلفة إصدار الطلبية (50) دينـار وكلفة الخزن (20 ٪) .

المطلوب:-

1- الحجم الأمثل للطلبية (الحجم الاقتصادي).

2- احسب عدد الطلبيات، وأوامر الشراء.

3- احسب الكلفة الإجمالية للمخزون.

$$\text{حجم الطلبية الأمثل} = \sqrt{\frac{2 \times \text{ح} \times \text{ت}}{\text{س} \times \text{ع}}}$$

1) **حجم الطلبية الأمثل =**

$$\sqrt{\frac{50 \times 100000 \times 2}{\%20 \times 15}} = 1826 \text{ وحدة}$$

2) عدد الطلبات= $\frac{100000}{1826}$ = 55 مرة

3) الكلفة الإجمالية = $50\,\frac{(100000)}{1826} + 3\,\frac{(1826)}{2}$ =5477.200 دينار

مخزون الأمان (Safty Stock):-

هي تلك الكمية التي يجب الاحتفاظ فيها في المخـزن بصوره دائمية لمواجهـه الظروف غير المتوقعة كزيادة الطلـب أو فـترة وصـول الطلبيـة او هـو الحـد الادنـى الإضافي من المخزون الذي يحتفظ به كاحتياطي .

ونقصد بالظروف غير المتوقعة هي التقلبات العشوائية غير المتوقعة في الإنتـاج أو المبيعات أو لمواجهـه حـالات تـأخر الموردين عـن ارسـال البضاعـة، وفي بعـض الأحيان مواجهة حالات اختلاف نوعية المواد المستلمة عن المواصفات المتفـق عليـها مما يؤدي الى تحمل المشروع لتكـاليف توقـف الانتـاج في حالـة عـدم وجـود مخـزون الأمان.

أما الاحتفاظ بحد أمان من البضاعة تحت التشغيل فهو لغرض تسـهيل عمليـه الإنتاج لمواجهه طلبات العملاء.

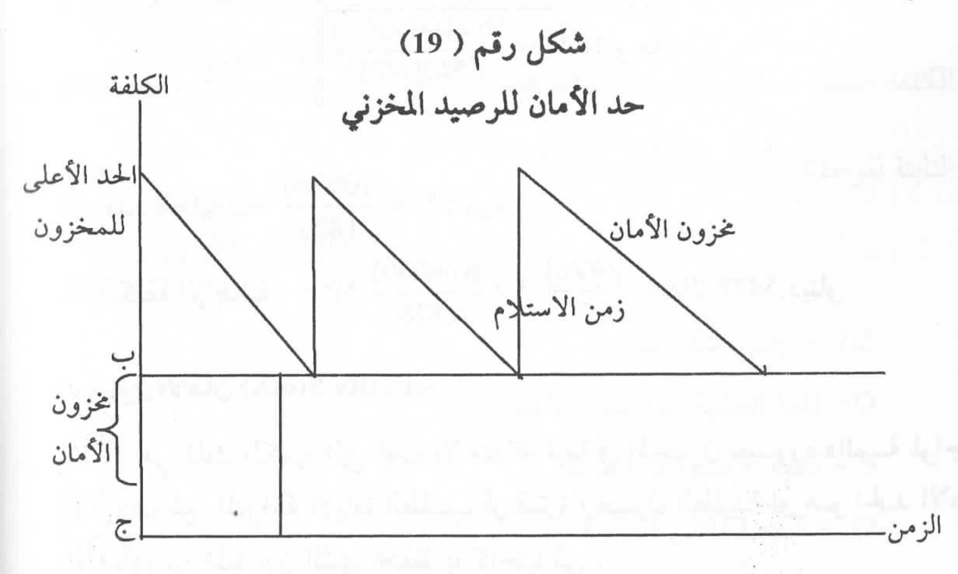
وتاتي اهمية الاحتفاظ بحد أمان للبضاعة تامة الصنع لتخفيض فترة انتظار العملاء أو لتلبية حاجات العملاء من البضاعة وقت طلبها من قبلهم مما يزيد من حجم المبيعات ويعطي ميزة تنافسية للمشروع .

وعند الاحتفاظ بمخزون الامان سيتحمل المشروع بعض التكاليف الاضافية وهي تكاليف خزن مخزون الامان وتكاليف الاحتفاظ به

ويبين لنا الشكل ادناه حد الامان في الرصيد المخزني واثره على تكاليف المخزون.

شكل رقم (19)

حد الأمان للرصيد المخزني



ومن الشكل أعلاه يتبين ان كلفة المخزون ومستوى وحجم الطلبية سترتفع إلى الأعلى بمقدار مخزون الأمان من ج الى ب، وسيؤدي ذلك إلى ارتفاع التكاليف من النقطة ج إلى ب، والسبب في الاحتفاظ بحد أمان هو وجود عنصر عدم التأكد في طلب المواد أو البضاعة خلال الفترة، ولذلك فأن مستوى إعادة الطلب يتحرك إلى الأعلى ابتداء من حد الأمان، ويترتب على نفاذ المخزون عدم الوفاء في التزامات المشروع كما بينا سابقا وفقدان عدد من العملاء وأرباحهم إضافة الى التعويض الذي

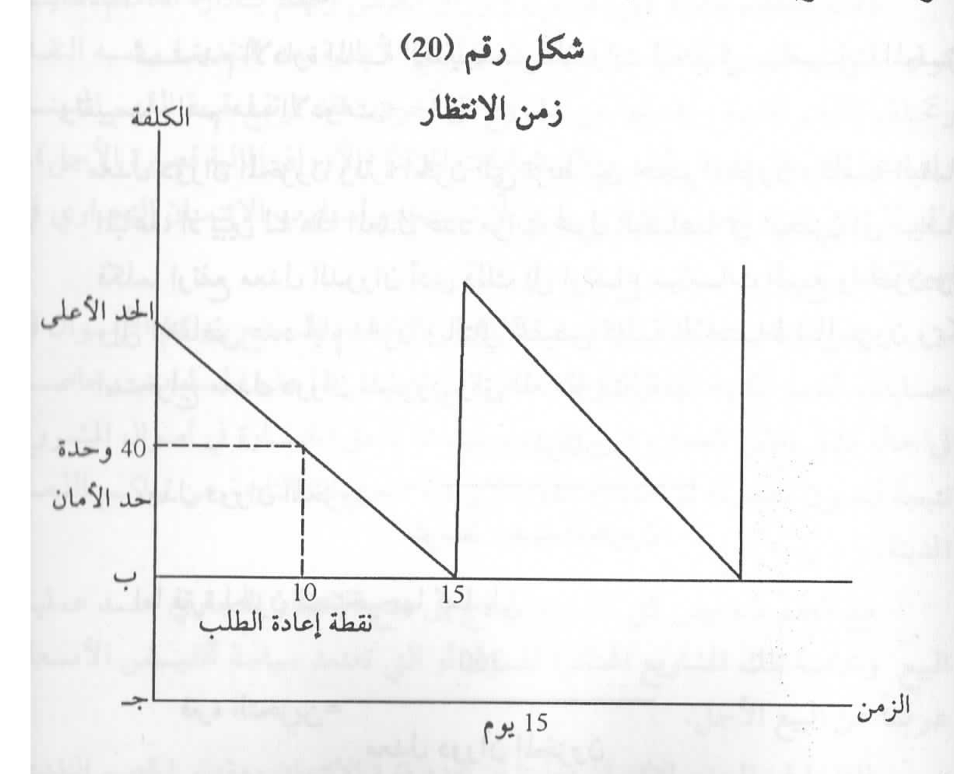
يدفع اليهم جراء التاخير في تجهيزهم بالبضاعة تنفيذا للالتزامات التعاقدية الخاصة بالتجهيز، و قد يؤدي ذلك الى رفع التكاليف او تحقيق الخسارة.

ونلاحظ ايضا ان العلاقة بين تكاليف المخزون وتكاليف الاحتفاظ بالمخزون علاقة عكسية اي اذا ازداد المخزون تزيد تكاليف الاحتفاظ به واذا ازداد حجم المخزون تقل تكاليف التخزين ولذلك فان حجم مخزون الامان الامثل هو تلك الكمية التي تقلل من التكاليف.

فترة الانتظار(Lead Peroid)

شكل رقم (20)

زمن الانتظار



ونقصد بزمن الانتظار:- هي الفترة الزمنية المحصورة بين وقت اعداد الطلبيه من قبل المشروع ووقت استلام البضاعة وادخالها في المخازن، وهي الفترة اللازمة لإعداد البضاعة وشحنها وتسليمها إلى المشروع.

فإذا كان زمن الانتظار يساوي 5 أيام بناءً على الشكل السابق فإن نقطة إعادة الطلب ستكون في اليوم العاشر وليس في نهاية دورة الطلب في"اليوم 15" اي عندما يصل مستوى المخزون الى 40 وحدة لان هذه الكمية تكفي لاستهلاك 5 ايام.

تقييم سياسات المخزون

تستخدم الادارة المالية العديد من الادوات لتحليل سياسات المخزون وتقيمها واهم هذه الادوات:-

- معدل دوران المخزون وفترة الخزن التي تربط بين حجم المخزون وكلفة البضاعة المباعة، اذ يبين لنا هذا المعدل عدد مرات تحول البضاعة في المخزن الى مبيعات، فكلما ارتفع معدل الدوران أدى ذلك إلى ارتفاع سياسات البيع والخزن وادى وإلى انخفاض عدد أيام الخزن وبالتالي تخفيض كلفة الاحتفاظ بالمخزون ويمكن استخراج معدل دوران المخزون وفق المعادلة التالية:-

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{متوسط رصيد المخزون}}$$

اما فترة الخزن فنستخرجها كما يلي:-

$$\text{فترة التخزين} = \frac{360}{\text{معدل دوران المخزون}}$$

- ربط عملية تقييم المخزون مع اهداف واغراض ادارة المخزون في منع نفاذ المخزون وتحجيم المواد المتقادمة وتخفيض كلفة الخزن وتقليل التالف منه.

- مقارنة النتائج الفعلية مع الخطة الموضوعة للمشروع بما يتعلق بحجم المبيعات والنفاذ وعدد الطلبيات المتاخرة، وتحديد مصادر الانحراف سواء في الخطة الموضوعة او في التنفيذ، كما يتطلب الامر مراجعة تقديرات الطلبات لغرض تحسينها او تعديل الخطة المخزنية اذا كانت النتائج تشير الى وجود اختلافات فعلية في المبيعات.

ثالثا :- إدارة الذمم المدينة :

نقصد بالذمم المدينة هي المدينون وأوراق القبض ونهتم بادارة الذمم المدينة كونها تأتي في الدرجة الثانية من حيث السيولة في الأهمية بعد النقدية وشبه النقد وتختلف الذمم المدينة وأهميتها من مشروع الى آخرى، فقد ترتفع قيمة الذمم المدينة واهميتها النسبية مقارنة بالنقد والاستثمارات المؤقتة (الأوراق المالية قصيرة الأجل)، وقد لا تعني شيء لبعض المشاريع التي لا تستخدم أسلوب الائتمان التجاري في مبيعاتها.

ومن الناحية المبدئية فان هدف الادارة المالية عدم السماح بتراكم الأموال في حسابات الذمم المدينة نتيجة لدرجة الخطر التي تتعرض لها هذه الحسابات، وخاصة في حالة فشل بعض العملاء في تسديد ديونهم مما يلحق الخسارة في أموال المشروع نتيجة للديون المعدومة أو خسارة القوة الإيرادية (السيولة) الناجمة عن تراكم الذمم المدينة.

مع العلم بأنه ليس كل المشاريع تحتاج إلى منح الائتمان التجاري عند عملية البيع وخاصة تلك المشاريع المحتكرة للسوق أو التي تعتمد سياسة تخفيض الأسعار عوضاً عن البيع الأجل.

فإذا ما قررنا منح الائتمان فعلينا أن نحدد فترة الائتمان ومقدار الخصم النقدي المسموح به ونوعية التسهيلات الممنوحة للعميل، حيث ان الشروط السهلة في منح الائتمان لها كلفتها فإذا تراكمت أرصدة حسابات الذمم المدينة قد يؤدي ذلك إلى تحقيق خسائر الديون المعدومة، وعلى هذا الأساس تتم الموازنة بين الربح الناجم عن

زيادة المبيعات الآجلة والتكلفة الناتجة عن عدم استغلال الفرصة البديلة وخسائر الديون المعدومة والمصاريف الإدارية لتغطية متابعة الائتمان والتحصيل،ولذلك لابد من تحديد معايير منح الائتمان التي ترتبط بكمية المبيعات وكلفة الاستثمار في الذمم المدينة وكلفة الديون المعدومة المتوقعة.

إن المشاريع التي تتعامل بالائتمان التجاري أي البيع بالأجل تقوم بإنشاء قسم خاص يسمى قسم الائتمان لمتابعة كافة شؤون عمليات البيع الأجل، ومهمة هذا القسم هو التحقق من العملاء ومتابعة تحصيل الديون وجمع البيانات والمعلومات وإعداد الدراسات عن طبيعة العملاء الحاليين والمحتملين، ومشكلة الإدارة المالية فيما يتعلق بإدارة الائتمان التجاري هي كيفية الموازنة بين الربحية والسيولة، وخاصة أن بعض وسائل الائتمان التجاري تهدف إلى جذب العملاء ومن ثم زيادة المبيعات وتحقيق هامش ربح أعلى، وزيادة إنتاجية المشروع من خلال استغلال الطاقة الإنتاجية المتاحة بالكامل وتخفيض كلفة السلعة المنتجة نتيجة لانخفاض الكلف الثابتة، ومن جهة أخرى فإن ارتفاع حجم الذمم المدينة سيؤدي إلى الضغط على النقدية لتمويل الذمم المدينة من خلال تخصيص مبالغ إضافية لتغطية التسهيلات الائتمانية وتحقيق المرونة في سياسات الائتمان التجاري.

أن اتخاذ قرار تحديد سياسات الائتمان تتوقف على الإجابة على الأسئلة التالية:

1- ما هو حجم الائتمان على مستوى العميل الواحد وعلى مستوى المشروع ككل؟

2- ما هي فترة الائتمان والشروط الاخرى ؟

3- من هم العملاء الذين نمنح لهم الائتمان ؟

4- درجة الخطر واحتمالات التعثر في تسديد الارصدة المدينة ونسبة الديون المعدومة من اجمالي المبيعات الآجلة .

5- حجم المبلغ المستثمر والجدوى الاقتصادية من عملية الاستثمار في الائتمان التجاري.

خطوات منح الائتمان

1- حساب العائد والخطر والتكلفة من الائتمان التجاري :

عند تحديد حجم الائتمان التجاري نقوم بتحليل الائتمان لمعرفة مقدار الربح المتحقق عن المبيعات الإضافية، وعاده نقوم باحتساب تكاليف الإنتاج والبيع ونفقات التحصيل وكلفة الديون المعدومة.

ولغرض اعتماد سياسة مثالية في التوسع بمنح الائتمان التجاري لابد من احتساب التكاليف التي يتحملها المشروع نتيجة هذه السياسة،والعائد الذي يحصل عليه المشروع ودرجة الخطر التي يتعرض لها نتيجة التوسع في منح الائتمان،ويمكن تحديد التكاليف الناجمة عن منح الائتمان بالعناصر التالية:-

1- كلفة البضاعة المباعة بالآجل اي مقدار المصاريف المستثمرة في انتاج البضاعة المباعة،وتكاليف البيع .

2- كلفة التحصيل ومجموع المصاريف الادارية الاضافية على متابعة الائتمان.

3- كلفة الديون المعدومة ودرجة الخطر التي تتعرض لها حسابات الذمم المدينة.

ولغرض تحديد الجدوى من زيادة منح الائتمان التجاري لابد من تحديد ربحية المبيعات الإضافية والقيمة الحالية لحجم المبيعات ونسبة الزيادة في حجم المبيعات ومن ثم معدل العائد على المبلغ المستثمر في الائتمان التجاري.

مثال(1):-

بلغت كلفة المبيعات الآجلة الإضافية (2000) دينار، وكانت درجة الخطر التي تتعرض لها المبيعات الآجلة (الديون المعدومة) بنسبة (10 ٪) وكانت تكاليف البيع والإنتاج للمبيعات الإضافية (60 ٪) من قيمة هذه المبيعات، ونفقات التعويض (100) دينار.

المطلوب: ما هو صافي الدخل المتحقق نتيجة اعتماد سياسة البيع بالآجل ؟

الحل:-

المبيعات الإضافية	2000
نسبة الديون المعدومة المتوقعة 10٪	(200)
صافي المبيعات الإضافية	1800
كلفة البيع والإنتاج 60٪	1200
نفقات التحصيل	100
مجموع النفقات الإضافية	(1300)
صافي الدخل	500 دينار

أي أن هناك جدوى من عملية البيع بالأجل.

لنفرض أن نسبة الخطر (20 ٪) ونتيجة لذلك قررت الإدارة تخفيض المبيعات بالأجل إلى (1000) دينار، فإذا كانت تكاليف الإنتاج والبيع المضافة (60 ٪) من المبيعات ونفقات التحصيل الإضافية (350) دينار، بيّن جدوى السياسة الجديدة للبيع بالآجل ؟

المبيعات الإضافية	1000
نسبة الديون المعدومة المتوقعة 20٪	(200)
صافي المبيعات الإضافية	800
كلفة البيع والإنتاج 60٪	600
نفقات التحصيل	350
مجموع النفقات الإضافية	(950)
صافي الدخل	(150) دينار

∴ لا توجد جدوى من زيادة البيع في الأجل.

وتعتمد سياسة البيع الآجل على المركز المالي للمشروع ومدى استغلال الطاقة الإنتاجية المتاحة، بالإضافة إلى كفاءة الإدارة في إنجاز خطة المبيعات ودرجة الخطر التي يتعرض لها المشروع نتيجة التوسع في البيع الآجل.

2- فحص طلبات العملاء:-

لغرض اعتماد سياسة ناجعة في البيع الآجل تقوم الإدارة بتصنيف العملا حسب درجة الخطر، وبناءً على ذلك تعتمد شروط لمنح الائتمان التجاري حسب طبيعة العملاء وإمكانية المشروع.

وعلى قسم التحصيل ان يقوم بجمع المعلومات والبيانات الكافية عن العميل نفسه لتحديد الأهلية الائتمانية للعميل، وفي الوقت نفسه يجب ان لا ترتفع كلف الحصول الى هذه البيانات أو تؤثر على سرعة منح الائتمان التجاري للعميل، لان من الممكن خسارة هذا العميل نتيجة تأخر قسم الائتمان في توفير البيانات اللازم عن العميل لمنحه الائتمان التجاري المطلوب.

كذلك علينا ان نحسب كلفة الإنفاق على عملية الفحص (كلفة التحصيل ومقارنة النفقات المضافة مع الإيرادات المضافة ومن ثم تحديد طريقه الحصول عل مصادر المعلومات، فقد تكون عن طريق البنوك التي تستطيع تزويدنا ببيانات مفصل عن حركة حسابات العميل وقدرته الائتمانية في السوق، وممكن استخدام رجا البيع الذين لهم علاقة مباشرة مع العميل في الحصول على معلومات عن سمع العميل في التسديد ودرجة الالتزام.

وهناك العديد من المصادر التي تزود المشروع بالمعلومات عن العميل،وهذ المصادر هي ما يلي:

أ- وحدات المعلومات المتخصصة الذي تهدف الى توفير البيانات والمعلومات ع مختلف العملاء.

ب- المصارف التي تعد مصدر مهم للمعلومات الائتمانية عن العميل.

جـ- القوائم المالية الصادرة عن العميل اذ يقوم المشروع بتحليل القوائم المالي للعميل لمعرفة قدرته على السداد ودرجة الرفع المالي، باستخدام النسب المالي المعروفة من خلال قراءة عناصر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وقائم التدفق النقدي.

د- المعلومات المعروضه من رجال البيع اذ انه يمكن الاستفادة من موظفي المبيعات لتزويد المشروع بالمعلومات التي يحتاجها عن العملاء، مستفيدين من ميزة الاتصال المباشرة بالعملاء ومعرفتهم للسوق والمتعاملين به.

هـ- المقابلات الشخصية للعملاء ومعرفة طبيعة وحجم اعمال العملاء عن كثب، وتحليل سلوكهم من خلال بعض الأسئلة او الاستبانات المعدة بهذا الشان.

3- تحليل القيمة الائتمانية للعميل

بعد جمع المعلومات عن العملاء من مصادرها المتعددة يقوم قسم الائتمان بتحليل هذه البيانات والمعلومات،ولغرض تصنيف العميل ودرجة الخطر التي يشكلها على المشروع،لابد من تحديد درجة استعداده للالتزام في تسديد مبالغ الائتمان في مواعيدها وقياس قدرته على الدفع،ويقوم المشروع بالاستفادة من خبرة وإمكانية المختصين بهذا الشان.

إذ تلعب الخبرة والتقدير الشخصي دوراً هاماً في تحديد درجة الخطر للعميل وتتركز عملية التحليل على ما يلي:-

أ- معرفة قدرة واستعداد العميل على السداد من خلال الإطلاع على سجلات المدفوعات الخاصة بالعميل وحجم التزاماته المالية تجاه الموردين والمتعاملين معه.

يمكن ان نتعرف على قيمة مشترياته بالأجل بعد الاطلاع على قائمة المركز المالي والدخل للعميل وتحليلها ومقارنتها مع المبالغ التي لم يتم تسديدها بعد ((مقارنة المشتريات الآجلة مع حساب الذمم المدينة))، فإذا بلغت على سبيل المثال المشتريات الآجلة (80000) دينار خلال السنة وكان رصيد الحسابات الدائنة (10000) دينار فهذا معناه أن مشتريات (80) يوم باقية بدون تسديد ومعنى ذلك سوء حالة العميل المدين اذا كانت شروط الدفع أقل من 80 يوم.

كما ويمكن معرفة إمكانية العميل وقدرته على التسديد من خلال قراءة مكونات الخصوم المتداولة، فإذا زادت إحدى عناصر الخصوم المتداولة الدائنون او

السحب على المكشوف، فمعنى ذلك أنه قام بتسديد الائتمان التجاري من القروض وليس من الأرباح التي تحققت من تشغيل المشروع.

و يمكن ان نتوصل من تكرار حالة انتقال العميل وتغييره للموردين الذين يتعامل معهم الى انخفاض ملائته المالية.

ب- تحديد قدرة العميل على الدفع من خلال تحليل القوائم المالية المقدمة وباستخدام النسب المالية التي تقيس السيولة النقدية والمديونية وكما يلي:-

1- نسبة التداول = مجـ الأصول المتداولة / مجـ الخصوم المتداولة

2- نسبة السيولة = مجـ الأصول المتداولة - (المخزون + (م. مدفوعة مقدماً+ إيراد مستحق) / مجـ الخصوم المتداولة

3- نسبة السيولة السريعة= النقد + شبه النقد (استثمارات قصيرة الأجل + أ.ق قابلة للخصم) / مجـ الخصوم المتداولة

4- معدل دوران الذمم المدينة= المبيعات الآجلة / إجمالي الذمم المدينة (مدينون + أ.ق)

* فترة التحصيل= 360 / معدل دوران الذمم المدينة

5- معدل دوران المخزون= تكلفة البضاعة المباعة / متوسط رصيد المخزون

* متوسط رصيد المخزون = (مخزون أول المدة + مخزون آخر المدة) / 2

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

$$\text{القدرة الإجمالية على الوفاء} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حقوق الملكية}}$$

ويمكن كذلك الاطلاع على نسب الربحية لتحديد المركز المالي للعميل وتقييم الأصول والضمانات التي يمكن ان تكون فعالة لتسديد مديونيته وارتباط عمل العميل بخطر السوق.

4- قبول أو رفض العميل بطلب الائتمان:-

بعد أن يتم تصنيف العملاء ودرجة الخطر لكل عميل، يتم تحديد معيار خاص لقبول منح الائتمان التجاري لكل عميل ويتم مقارنة واقع العميل مع هذا المعيار ومن ثم يتم اتخاذ القرار بمنح الائتمان أو عدم منح الائتمان، فإذا كانت درجة الخطر للعميل متوسطة فمن الممكن مطالبة العميل بتقديم كفالات ضامنة لمعالجة درجة الخطر المذكورة أو تشديد شروط منح الائتمان عليه.

جدوى منح الائتمان

يرتبط منح الائتمان او التوسع فيه بالكلفة التي يتحملها المشروع نتيجة زيادة حسابات الذمم المدينة والتي تتمثل في ارتفاع النفقات الادارية الناجمة عن زيادة مبلغ الائتمان الممنوح من خلال التوسع في نفقات قسم التحصيل ومتابعة الائتمان التجاري، وزيادة الخطر نتيجة ارتفاع قيمة الديون المعدومة من حجم المبيعات.

ان اعتماد سياسة فعالة في منح الائتمان التجاري يجب ان تاخذ بعين الاعتبار مقدار الارباح المتوقع تحصيلها من المبيعات الاضافية وحجم الزيادة في عدد العملاء نتيجة التساهل في منح الائتمان وطول فترة الائتمان ومعدل العائد على الاستثمار في السوق، فاذا كان منح الائتمان التجاري مجزي بعد دراسة هذه العناصر فان

الاستثمار فيه يحقق العائد الى المشروع ويمكن استخدام الطريقة التالية في تقييم جدوى منح الائتمان وكما معروف بالمثال رقم (1):

مثال رقم (1):-

تبلغ المبيعات السنوية لشركة الوحدة العربية 4200000 دينار ويتم بيع السلعة المنتجة بقيمة 15 دينار وان الكلفة الكلية 13 دينار للوحدة وتبلغ الكلفة المتغير 10 دنانير بضمنها كلفة التحصيل، ونظرا للمنافسة الشديدة التي يواجهها المشروع درس المدير المالي مقترح بزيادة فترة الائتمان من 60 يوم الى 90 يوم بحيث يؤدي ذلك الى زيادة المبيعات بنسبة 30٪ وكان معدل دوران حسابات الذمم المدينة 10 مرة لمدة 60 يوم و5 مرة لمدة 90 يوم وان معدل العائد على الاستثمار في السوق 25٪.

المطلوب: بيان جدوى زيادة فترة الائتمان الممنوح من الشركة؟

$$4200000 \times \frac{30}{100} = 1260000 \text{ دينار الزيادة الإضافية في المبيعات}$$

$$1260000 + 4200000 = 5460000 \text{ دينار إجمالي المبيعات بعد توسيع الائتمان التجاري.}$$

$$\text{متوسط الاستثمار في الذمم المدينة (حاليا)} = \frac{\text{المبيعات السنوية}}{\text{معدل دوران الذمم المدينة}} \times \frac{\text{الكلفة الكلية للوحدة}}{\text{سعر بيع الوحدة}}$$

$$\text{متوسط الاستثمار في الذمم المدينة (حاليا)} = \frac{4200000}{10} \times \frac{13}{15} = 364000 \text{ دينار}$$

$$\text{عدد الوحدات المباعة الحالية} = \frac{4200000}{15} = 280000 \text{ وحدة}$$

$$\text{عدد الوحدات الإضافية المباعة بعد زيادة فترة الائتمان} = \frac{1260000}{15} = 84000 \text{ وحدة}$$

$$\text{إجمالي عدد الوحدات المباعة بعد الزيادة} = 280000 + 84000 = 364000 \text{ وحدة}$$

$$\text{كلفة المبيعات عند المستوى الحالي} = 280000 \times 13 = 3640000 \text{ دينار}$$

تكاليف المبيعات الاضافية = 84000 × 10 = 840000 دينار

اجمالي التكاليف = 4480000 دينار

الكلفة الكلية للوحدة الواحدة بعد زيادة المبيعات= $\frac{4480000}{340000}$ = 12.3 دينار

متوسط الاستثمار في الذمم المدينة (حاليا) $\frac{5460000}{5} \times \frac{12.3}{15}$ =895440 دينار

مبلغ الاستثمار الإضافي في الذمم المدينة = 895440 – 364000 = 531440 دينار

531440 × 25٪ = 132860 دينار العائد على الاستثمار في السوق.

ربحية المبيعات الاضافية =84000 × (15– 10) = 420000 دينار

420000 – 132860 = 287140 دينار الوفر عند زيادة فترة الائتمان

إذن نتخذ قرار زيادة فترة الائتمان نظرا" لوجود جدوى من هذا القرار.

مثال رقم (2):-

تنوي شركات المتنبي زيادة مدة الائتمان من 45 يوم الى 90 يوما مما قد يؤدي الى زيادة فترة التحصيل من 45 الى 75 يوم،وتبلغ الديون المعدومة 4٪ من حجم المبيعات،وان ذلك سيؤدي الى رفع المبيعات الى 25٪عن مستواها الحالي البالغ 1200000 دينار،فاذا كانت الكلفة المتغيرة 12 دينار والتكلفة الكلية للوحدة 14 دينار، وسعر بيع الوحدة 20 دينار، والعائد على الاستثمار35٪

المطلوب: بيان جدوى زيادة فترة الائتمان؟

معدل دوران الذمم المدينة (45 يوم)= $\frac{360}{45}$ =8 مرة

متوسط الاستثمار في الذمم المدينة (حالياً)= $\frac{1200000}{8} \times \frac{14}{20}$ = 105000 دينار.

عدد الزيادة في المبيعات = $1200000 \times \frac{25}{100}$ =300000

1200000 + 300000 = 1500000 إجمالي المبيعات بعد توسيع فترة الائتمان.

عدد الوحدات المباعة الحالية= $\frac{1200000}{20}$ =60000 وحدة

عدد الوحدات المباعة الإضافية بعد إطالة مدة الائتمان= $\frac{300000}{20}$ = 15000 وحدة

60000 + 15000 = 75000 وحدة إجمالي عدد الوحدات المباعة بعد إطالة فترة الائتمان.

كلفة المبيعات الحالية = 60000 × 14= 840000

كلفة المبيعات الإضافية = 15000 × 12 = 180000

1020000

الكلفة الكلية للوحدة الواحدة بعد زيادة مدة الائتمان= $\frac{1020000}{75000}$ =13.6دينار.

معدل دوران الذمم المدينة (90 يوم) $\frac{360}{90}$ =4 مرة.

متوسط فترة الاستثمار الإضافي في الذمم المدينة= $\frac{1500000}{4} \times \frac{13.6}{20}$ = 255000 دينار.

255000 – 105000 =150000 دينار مبلغ الاستثمار الإضافي.

150000 × $\frac{35}{150}$ =52500 العائد على الاستثمار في السوق.

ربحية المبيعات الإضافية = 15000 × (20 – 12) = 120000 دينار

$120000 \times \frac{4}{100}$ = 4800 دينار الديون المعدومة.

120000 – 4800 = 115200

115200 – 52500 = 62700 دينار.

∴ الاستثمار الإضافي في الذمم المدينة ذو جدوى للشركة.

أسئلة الفصل العاشر

س1:- اجب بنعم اولا

1- الهدف الرئيسي لادارة مالية المخزون تخفيض كلفة التخزين.

2- لتكاليف الثابتة التي يتم تحملها في الفترة ما بين اعداد الطلبية واستلامها تسمى تكلفة الاحتفاظ بالمخزون.

3- من أسباب الاحتفاظ بمخزون الأمان تخفيض كلفة الاحتفاظ بالمخزون.

4- يمكن تقييم القدرة الائتمانية للعميل من خلال معرفة شروط الائتمان التجاري.

عند عدم الاحتفاظ برصيد مناسب من النقد فان ذلك يعني تحمل درجة أعلى من الخطر على الصرف الأجنبي.

س2:- توفرت لدينا البيانات التالية عن شركة الوطن:

تقوم الشركة بتحصيل الحسابات المدنية في مدة متوسطها (90) يوم ومدة بقاء المخزون لديها (60) يوم، وتقوم بدفع حسابات الذمم الدائنة بعد (40) يوم من تاريخ إعدادها، وتبلغ مصروفات الشركة 16000000 دينار سنوياً وتستطيع تحقيق عائد مقداره 6 ٪ على الاستثمارات.

المطلوب: حساب الدورة النقدية في الشركة ومعدل دوران النقد وبيان الحد الأدنى من الأرصدة النقدية الواجب الاحتفاظ بها والوفورات النقدية التي يمكن أن تحصل عليها الشركة إذا اختصرت مدة بقاء المخزون إلى (40) يوماً؟

س3:- تبيع شركة اليرموك 4500 جهاز كومبيوتر شهرياً، وتبلغ كلفة إعداد الطلبية الجديدة 45 دينار، وكلفة الخزن 30٪، وسعر بيع50 دينار.

المطلوب:- بين كمية الطلب الاقتصادية ؟

س4:- تنوي شركات العراق زيادة مدة الائتمان من 30 يوم الى 60 يوما مما قد يؤدي الى زيادة فترة التحصيل من 30 الى 50 يوم،وتبلغ الديون المعدومة 3٪ من حجم المبيعات،وان ذلك سيؤدي الى رفع المبيعات الى 25٪عن مستواها الحالي البالغ 600000 دينار، فإذا كانت الكلفة المتغيرة 8 دينار والتكلفة الكلية للوحدة 12 دينار، وسعر بيع الوحدة 14 دينار، وإذا كان العائد على الاستثمار25٪.

المطلوب: بيان جدوى زيادة فترة الائتمان؟

الفصل الحادي عشر

تقييم أدوات ومصادر التمويل والتمويل بالاستئجار

أولاً : أدوات التمويل طويل الأجل

1- تقييم الأسهم العادية

2- تقييم الأسهم الممتازة

3- تقييم السندات

ثانيا: أدوات التمويل قصير الأجل

1- الائتمان التجاري

2- الائتمان المصرفي:

ثالثا -:التمويل متوسط الأجل

رابعا: التمويل بالاستئجار

- خصائص الاستئجار التمويلي

- أنواع الاستئجار

تأثير الاستئجار على قائمة المركز المالي

تقييم الاستئجار وكلفة الاستئجار

الفصل الحادي عشر

تقييم أدوات ومصادر التمويل والتمويل بالاستئجار

أولاً: أدوات التمويل طويل الأجل

1- تقييم الأسهم العادية (Common Stock) :-

هي وثيقة ذات قيمة اسمية متساوية واحدة تطرح للاكتتاب العام أو الخاص وتعد من مصادر التمويل طويلة الأجل، وهي أدوات ملكية قابلة للتداول وتحصل على الحقوق العادية لحامل السهم دون ميزة خاصة مقارنة بالممولين الخارجيين سواءً في الأرباح أو في قيمة الأصول عند التصفية، وهي اوراق مالية ابدية على طول عمر المشروع، ونقصد بكونها أبدية اي لا يحق لحاملها المطالبة بقيمتها بتاريخ محدد كما أن الشركة المصدرة لها لا تلتزم بتوزيع الأرباح إلا إذا تحققت الارباح وتقرر توزيعها، ويحصل حامله على نصيبه من الأرباح بنسبة مئوية تعلن سنوياً من قبل مجلس الإدارة، وقد يحصلون على الأرباح نقداً أوفي شكل اصدارات من الاسهم، وفي حالة إفلاس الشركة أو تسييل أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم بعد الدائنين مثل المقرضين وحملة الأسهم الممتازة.

ويمكن تداولها في الأسواق المالية، ولحامل السهم حقوق منها التصويت عند انتخاب مجلس الإدارة والمشاركة بالربح عند التوزيع والحصول على نصيبه من أموال الشركة عند تصفيتها، وتباع الأسهم العادية بطريقة الاكتتاب العام أي عرض الأسهم على جمهور المستثمرين، أو الاكتتاب الخاص عندما يتم اختيار مجموعة من المستثمرين للاكتتاب عند تأسيس الشركة، ويمكن أن تصدر الأسهم العادية عند تأسيس الشركة أو في مراحل لاحقة.

ونظرا للتطور التاريخي والاقتصادي تتكون لدينا العديد من القيم للأسهم العادية:

أ- القيمة الأسمية :

هي تلك القيمة التي تحدد وفقا للقوانين الخاصة والعامة والتي على اساسها يتم توزيع الأرباح وتحدد أغلب الدول في قوانينها قيمة اسمية للسهم العادي فمثلا قانون الشركات العراقي والاردني حدد (1) دينار كقيمة للسهم العادي الواحد، وبذلك فإن القيمة الأسمية تحدد بقرار سيادي ولا تتأثر القيمة الاسمية باي عامل اقتصادي.

ب-القيمة الدفترية للسهم :

وهي تلك القيمة المثبتة في السجلات المحاسبية للشركة، وتمثل حقوق الملكية بعد استبعاد الأسهم الممتازة ويتكون حساب حقوق الملكية من (رأس المال المدفوع + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة + المخصصات + علاوة اصدار) ويمكن استخراج القيمة الدفترية بقسمة حقوق المساهمين / عدد الأسهم العادية، وتعكس لنا هذه القيمة مقدار ما قدمه لنا المساهم لتمويل المشروع مع العلم أن القيمة الدفترية في بداية تأسيس المشروع تساوي القيمة الاسمية له، ويمكن استخراج القيمة الدفترية :

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{حقوق الملكية} - \text{الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ج-قيمة إصدار السهم:

هي تلك القيمة التي تتحدد عند اتخاذ قرارا إصدار الأسهم، يتم بيعها في السوق وفق هذه القيمة، و تختلف عادة قيمة إصدار الأسهم الخاصة بالشركات القائمة عن قيمة الأسهم الأسمية لهذه الشركات، فتكون قيمة الإصدار أكثر من القيمة الأسمية وأقل من قيمة السهم في السوق، خاصة إذا كان تداول الأسهم لهذه الشركة بأسعار مرتفعة في هذه السوق مقارنة بالقيمة الأسمية، و يسمى الفرق بين

القيمة الاسمية وسعر الإصدار علاوة الإصدار وتدفع مباشرة إلى الشركة المصدرة وتضاف محاسبيا الى حقوق الملكية.

د- القيمة السوقية للسهم:

وهي تلك القيمة التي يتم التعامل بها في السوق أي سعر السهم في السوق المالي وتتحدد القيمة السوقية نتيجة تداول الأسهم في السوق المالي، و يشارك العديد من الأطراف في التوصل الى هذه القيمة، إذ تختلف هذه الأطراف في طبيعتها وأهدافها لذلك فسعر السهم في السوق يعبر عن مجموعة آراء مختلفة في الشركة محل التداول، فتقييم السهم العادي يأخذ بعين الاعتبار قيمة الأصول في سجلات الشركة وقيمتها بعد التصفية والقيمة الحالية للتدفقات المالية، وتحليل المركز المالي وقائمة الدخل إضافة الى أنها تتأثر بالبيئة الخارجية المحيطة بالشركة والظروف الاقتصادية من حيث الرواج والانكماش ونمو العرض والطلب والتنبؤات المالية، المركز المالي الائتماني للشركة،قدرتها على المنافسة، سمعة الشركة،رضا المستهلكين نسبة نمو الأرباح ومقدار الأرباح المحققة والموزعة فعلاً.

هـ- قيمة تصفية السهم :

هي تلك القيمة التي يتوقع المستثمر أن يحصل عليها عند تصفية الشركة، وهي بذلك رصيد السهم من قيمة أصول الشركة بعد التصفية والبيع وتسديد كافة حقوق والتزامات الغير من الدائنين (سداد مقرضين أو حملة السندات أو حملة الأسهم الممتازة) وجميع الجهات الاخرى التي تحصل على الأولوية عند تصفية الشركة.

و- قيم السهم حسب العائد :

وهي قيمة السهم التي يقبل المستثمر دفعها مقابل شراء السهم، ومعدل العائد هو سعر الخصم الذي يحدد على أساسه كلفة رأس المال ويأخذ بنظر الاعتبار العوائد في السوق ودرجة الخطر التي يتعرض لها المبلغ المستثمر..

ويمكن تصنيف الأسهم من حيث طريقة تداولها في السوق المالي إلى:-

1- سهم لحامله:-

يكون السهم لحامله عند إصداره بشهادة لا تحمل اسم صاحبها أو مالكها، والهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية، إذ تنقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم.

2- السهم الاسمي:-

يتم إصدار هذا النوع من الأسهم باسم مالكه الذي يثبت على الشهادة بالإضافة إلى تسجيل اسمه بسجلات الشركة، وعند انتقال ملكية السهم من مستثمر إلى آخر يجب تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين للشركة المصدرة.

3-السهم الإذني أو لأمر:-

وهذا النوع من الإصدار يتم ذكر اسم مالكه في شهادة الإصدار مقترناً بشرط الأمر والإذن، والمقصود بذلك السماح لانتقال ملكية السهم بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع للشركة.

أنواع الأسهم من حيث الاستثمار:

1- الأسهم المتميزة : وهي أسهم الشركات الراسخة ذات التاريخ الطويل في تحقيق العائد مثل شركة Toyota وتتميز هذه الشركات بما يلي:-

أ- ضخامة رأسمالها وحجم أعمالها ومبيعاتها.

ب- تحقيق عائد سنوي مرتفع مع استمرار توزيع الأرباح حتى في حالة مرور الاقتصاد بدورة الركود الاقتصادي.

جـ- ارتفاع عدد المساهمين في هذه الشركات والمستثمرين فيها، وارتفاع درجة سيولة اسهمها نتيجة لتداول أسهمها بشكل مستمر في السوق المالي.

د- متانة مركزها المالي.

ويسعى المستثمر من الاستثمار في أسهم هذه الشركات الحفاظ على رأسماله، والحصول على الإيرادات حتى في ظل الظروف غير المواتية اقتصاديا.

2- أسهم النمو: وهي الأسهم التي تنمو مبيعاتها وعائداتها بنسبة تزيد عن نسبة النمو الاقتصادي على مستوى الاقتصاد القومي، أو مقارنة بنسبة النمو في القطاعات الأخرى أو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وتتميز هذه الشركات بالتطور المستمر سواء في طبيعة تكنولوجيا الإنتاج أو في خلق وإضافة منتجات جديدة،لأنها تنفق مبالغ كبيرة على البحوث لضمان استمرار نموها وتطورها، وتتميز أسعار هذه الأسهم بالتذبذب بشكل كبير ولذلك يفضلها المستثمر المضارب.

3- أسهم الدخل: وهي تلك الأسهم التي تتميز بتوزيع الأرباح بصورة مستمرة وبمعدل أكثر من المتوسط مقارنة بالشركات الأخرى، ويفضلها المستثمرون الراغبين في الحصول على دخل نقدي جاري والمستثمر المحافظ مثل فئة المتقاعدين، صناديق الادخار، وحدات الضمان، وحدات التقاعد، إذ أن هذه الشرائح من المستثمرين تحتاج الى سيولة نقدية مستمرة لتحقيق أهدافها.

4- الأسهم الدورية: وترتبط الأرباح والايرادات لهذه الأسهم بالدورات الاقتصادية وتقلبات الظروف الاقتصادية، فعندما يكون رواج اقتصادي ويرافقة نمو اقتصادي فإن الأسهم تحقق ربح وعند الركود تحقق خسارة،ومن الامثلة على ذلك شركات صناعة مواد البناء والسيارات.

5- الأسهم الدفاعية: وتتميز بالاستمرارية في تحقيق العوائد حتى لو دخل الاقتصاد في مرحلة الركود فإن طبيعة منتجاتها لا تتأثر بالركود لأن الطلب عليها غير مرن مثل صناعة (الأغذية، الأدوية، بعض الخدمات المهمة للمواطن) وعادة تكون مثل هذه الأسهم قادرة على تحقيق عائد أفضل من المتوسط.

6- أسهم المضاربة: وهي تلك الأسهم التي تتميز بارتفاع درجة الخطر الناجمة عن احتمالات عدم تحقيق ربح عادي أو تحقيق خسارة أو أنها تحقق ربح غير عادي مثل الشركات الحديثة التأسيس وذات تكنولوجيا متطورة والتي تتبع أسلوب الاختراعات الجديدة وتطوير المنتجات لإثبات قدرتها التنافسية في السوق.

أساليب تحليل الاستثمار في الأسهم:

هناك العديد من الخطوات التي يجب ان يسلكها المدير المالي للوصول إلى تقييم للأوراق المالية التي يرغب الاستثمار بها.

والخطوة الأولى لعملية التقييم تبدأ بالتحليل الأساسي إذ تهتم بدراسة النشاط الاقتصادي على المستوى الاقتصاد الكلي والاقتصاد القطاعي للشركة ويكتمل الامر بالتحليل على مستوى الشركة نفسها.

ونقصد بالتحليل الاقتصادي الكلي التعرف على طبيعة السياسة النقدية والمالية وإحصاءات الناتج المحلي الإجمالي، ومعرفة هيكل أسعار الفائدة ومعدلات التضخم ومدى احتمال حدوث الدورات الاقتصادية من كساد ورواج،وفي مجال التحليل الاقتصادي القطاعي سوف تضيق المؤشرات المستخدمة في عملية التحليل باتجاه دراسة الظروف العامة للقطاع الذي تنتمي أليه الشركة، وأداء القطاع وظروف المنافسة والمخاطر التكنولوجية المؤثرة على العمالة وطبيعة القوانين والتعليمات المرتبطة بهذا القطاع.

أما طبيعة التحليل على مستوى الشركة فيشمل الاهتمام بإنتاجية الشركة وكفاءة الإدارة والمخاطر وكفاءة الأداء والملاءة المالية إضافة إلى المؤشرات التاريخية المرتبطة بإنجازات الشركة نفسها.

ويأتي التحليل الفني والتقني من خلال دراسة السوق المالي ومؤشرات ومستويات الأوراق المالية المتداولة فيه وكفاءة السوق وفاعليته في جذب المستثمرين، وكفاءة إدارة السوق ومصداقيتها وشفافية المعلومات المؤثرة فيه والتقارير الدورية المعروضة مثل مؤشرات التداول والأسعار وحجم تداول الأوراق المالية.

وبعد ذلك نستخدم المؤشرات المالية في تحليل السهم وهذه المؤشرات هي :-

عائد السهم العادي (EPS)= صافي الربح بعد الضريبة – توزيعات الأسهم الممتازة / عدد الأسهم العادية (المتوسط المرجح لعدد الأسهم)

ان هذا المؤشر يستخدم لتقييم ربحية السهم العادي.

العائد على الاستثمار في السهم= الربح الموزع + (سعر بيع السهم – سعر شراء السهم) / سعر شراء السهم

ويعطي لنا هذا المؤشر معدل المردود الذي يحققه المستثمر من توظيف أموال في الأسهم العادية.

حصة السهم من التوزيع (DPS)= التوزيعات المعلن عنها – توزيعات الأسهم الممتازة / عدد الأسهم العادية

ويعطينا هذا المؤشر مقدار العائد الذي يستلمه فعلا حامل السهم.

مردود السهم العادي = حصة السهم العادي من التوزيع / سعر السهم في السوق

يبين هذا المؤشر عائد الاستثمار في السهم العادي مقارنة بكلفة الفرصة البديل أي المساعدة في اتخاذ القرار بشان الاستمرار في الاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى فرصة استثمارية أخرى.

مضاعف سعر السهم العادي= سعر السهم في السوق / عائد السهم العادي (ربحية السهم)

تعد هذه النسبة من المؤشرات المهمة جداً في الأسواق المالية لأنه يرشد متخ القرار بمدى الارتفاع أو الانخفاض في أسعار السهم في السوق، و يمنح القدرة عل التنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية، وطبعاً عندما يبتعد مضاعف سعر سهم معين ع النسبة المعيارية المحددة في السوق المالي، فان ذلك مؤشر عن احتمال انخفاض القيم النقدية للسهم العادي في المستقبل.

القيمة الدفترية للسهم العادي= صافي حقوق المساهمين (العاديين) / عدد الأسهم المسجلة

ويعطينا هذا المؤشر قيمة السهم الدفترية ويساعد ذلك في معرفة درجة الخطر التي يتحملها المستثمر بعد مقارنة سعر السهم بالسوق مع القيمة الدفترية، ومدى إمكانية الحصول على المبلغ المستثمر في حالة تصفية الشركة.

2- تقييم الأسهم الممتازة:-

تعد الأسهم الممتازة من حقوق الملكية كما أسلفنا وتوزع ربح بنسبة ثابتة، ولكنها تختلف عن الأسهم العادية بمزايا خاصة فلحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة سنوياً أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو تسييل أصولها قبل حامل السهم العادي، ويكون العائد للسهم الممتاز بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم أو بمبلغ مطلق، ولذلك تكون الأسهم الممتازة اقل خطورة من الأسهم العادية بالنسبة الى المستثمر، ولا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحقوق حملة الأسهم العادية في الانتخاب أو المشاركة في الإدارة، ويتم تقييم الأسهم الممتازة بخصم الأرباح الموزعة للسهم بمعدل الخصم المناسب أو العائد المطلوب،ولغرض تحديد قيمة السهم الممتاز المقبول من قبل المستثمر نطبق المعادلة التالية:-

$$\text{قيمة السهم الممتاز} = \frac{\text{الربح الموزع}}{\text{العائد المطلوب}}$$

مثال:-

يرغب مستثمر شراء اسهم ممتازة وبربح موزع قدره 8 دينار، فإذا كان العائد المتاح للمستثمر 10٪....ما هو المبلغ الذي يدفعه المستثمر لشراء السهم الممتاز؟

$$\text{قيمة السهم الممتاز} = \frac{8}{0.10} = 80 \text{ دينار.}$$

ولغرض تحفيز المستثمرون على شراء الأسهم تم منح بعض الامتيازات لبعض الإصدارات من الأسهم الممتازة وكما يلي:-

أ- **الأسهم الممتازة المجمعة الأرباح:-** وهذا النوع من الإصدارات تعطي لحاملها الحق في الحصول على الأرباح التي تم تحقيقها عن سنوات سابقة لكن الشركة لم تقرر توزيعها.

ب- **الأسهم الممتازة المشاركة بالأرباح:-** وهي تلك الأسهم الممتازة التي تحصل على أرباح إضافية، فبالإضافة إلى النسبة الثابتة من الأرباح المحددة بشهادة الإصدار، يتم منح حامل السهم الممتاز الحق في مشاركة حاملي الأسهم العادية في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً بعد أن يحصلوا على نصيبهم من الأرباح عند اتخاذ قرار التوزيع، فإذا أصدرت إحدى الشركات أسهم ممتازة بمعدل 15٪ للسهم وكانت هذه الأسهم من النوع المشارك في الأرباح فسيتمكن حاملوها من الحصول على 15٪ وكذلك على نصيب إضافي من الأرباح إذا تجاوزت نسبة الأرباح الموزعة 15٪ وفي هذه الحالة ممكن أن يكون المشاركة في الأرباح مطلق أو في حدود قصوى.

ج- **الأسهم الممتازة القابلة للاستبدال:** ويقصد بذلك إعطاء الحق لحامل السهم الممتاز بتحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية، ويعد ذلك امتيازا لحملة الأسهم الممتازة لأنه في حالة الانكماش الاقتصادي فإن حامل السهم الممتاز سيحصل على النسبة المحددة من الإيرادات وفق ما جاء بشهادة الإصدار، وفي حالة الرواج الاقتصادي عندما تحقق الشركة أرباح كبيرة يستبدل حامل السهم الممتاز هذه الأسهم إلى اسهم عادية، وبالتالي سيحصل على إيرادات إضافية نتيجة ممارسة الحق القانوني في تحويل الأسهم الممتازة إلى اسهم عادية.

مثال (1)

شركة بغداد المساهمة تكونت برأس مال مقداره 15 مليون دينار موزعة على النحو التالي:-

أسهم عادية 12 مليون دينار وبقيمة دينار للسهم الواحد ومبلغ الأسهم مدفوع بالكامل، أسهم ممتازة 8 مليون دينار للسهم الواحد والمبلغ مدفوع بالكامل

بربح 8٪ من قيمة السهم، وقد أعلنت الشركة عن توزيع أرباح بمقدار 2000000دينار.

المطلوب: بين ما هو نصيب كل من حاملي الأسهم العادية والأسهم الممتازة وفق الاحتمالات الآتية:-

1- إذا كانت الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح وغير مشاركة بالأرباح.

توزيعات الأرباح للأسهم الممتازة

8000000 × 8٪ = 640000 دينار نصيب حاملي الأسهم الممتازة.

2000000 – 640000 =1360000 دينار الأرباح القابلة للتوزيع على الأسهم العادية.

2- إذا كانت الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح ولكن غير مشاركة بالأرباح، وإن الشركة لم توزع أرباح السنة الماضية.

المطلوب: استخراج حصة الأسهم الممتازة والعادية من الأرباح؟

توزيعات متأخرة لحملة الأسهم الممتازة بمقدار 8٪ عن السنة الماضية=640000

توزيعات العام الحالي للأسهم الممتازة= 640000 دينار

مجموع نصيب حملة الأسهم الممتازة 640000× 2= 1280000 دينار

نصيب الأسهم العادية= 2000000 – 1280000 = 720000دينار

2- إذا كانت الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح ومشاركة بالأرباح بنسبة مساهمتها في راس المال؟

توزيعات الأرباح الممتازة عن العام الحالي

2000000 – 640000 = 1360000 دينار

نصيب الأسهم العادية=12000000× 8٪= 960000 دينار

1360000 – 960000 = 400000 دينار ما تبقى ويوزع حسب نسبة كل نوع من الأسهم في تمويل الشركة.

400000 × 40٪ =160000 دينار حصة الأسهم الممتازة من المتبقي من الأرباح.

400000 × 60٪ = 240000 دينار حصة الأسهم العادية.

3- تقييم السندات:-

هي أداة دين ضمن الاستثمارات طويلة الأجل وتعد أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة وقابلة للتداول، ويتم إصدارها من قبل الحكومة كسندات الخزينة وسندات الحكومة المحلية وتمتاز السندات الحكومية بعدة مزايا تجعلها اكثر جاذبية، فهي ذات درجة خطر منخفضة مما يجعلها اكثر سيولة من سندات القطاع الخاص وأكثر الإصدارات للسندات الحكومية تكون معفاة من ضريبة الدخل مما يمنحها ميزة ضريبية مقارنة بالسندات الأخرى،وتصدر السندات من قبل الشركات كالشركات المساهمة العامة ولذلك فإن هذه السندات التي تصدر من الشركات المساهمة عادة تكون بنسبة فائدة أعلى من السندات الحكومية حتى تستطيع ان تجذب المستثمرين وذلك نظرا لارتفاع درجة خطرها، وتصدر وفق شروط معينة وعادة يتم طرحها بهدف الحصول على الأموال طويلة الأجل، وتتعهد الجهة المصدرة بدفع قيمة السند والفوائد المترتبة عليه وفق شروط الإصدار، ولذلك نستطيع ان نعتبر السندات أداة تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق راس المال للأوراق المالية، ويتم تداول السندات بواسطة بنوك الاستثمار التي تدير عملية التداول مع تقديم ضمان بشراء السندات التي لم يتم الاكتتاب بها، أويتم التداول بواسطة هذه البنوك دون التعهد بشراء السندات غير المكتتب بها وهو في هذه الحالة يقوم بدور الوسيطة فقط.

خصائص السندات

السند هو أداة دين ولذلك يكون لحامل السند الأولوية في الحصول على حقوقه سواء من الأرباح التي تحققها الشركة أو من أصولها في حالة الإفلاس، ويمكن أن نلخص الخصائص الرئيسية للسندات بما يلي:-

أ- أداة استثمار ثابتة الدخل بقدر الفائدة السنوية المتفق عليها في شروط الإصدار.

ب- للسندات فترة إطفاء محددة إذ يتم إطفاء قيمة السند عند حلول موعد الاستحقاق المثبت صراحة في وثيقة الاصدار، ويرتبط معدل الفائدة على السند بفترة الإطفاء وسعر الفائدة السائد في السوق.

ج- يعد السند من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالي ويسمح لحامله بيعه ونقل ملكيته، وتساهم خاصية التداول في توفير السيولة لحاملي السندات عند تداولها في السوق الثانوي.

وقد تصدر السندات لحاملها إذ لا يتم أدراج اسم حامل السند على الكوبون ويتم تداوله دون الحاجة إلى الرجوع إلى سجلات الجهة المصدرة، وتنتقل ملكية السند بمجرد استلامه من المستثمر الجديد الذي يحصل على حقوق السند كاملة، أو سندات اسمية والتي تسجل باسم مالكها ويوجد سجل خاص لدى الشركة المصدرة ويتم تسجيل كافة التغيرات التي تحصل على السندات في السجلات الخاصة بذلك.

والسندات القصيرة الأجل التي لا يتجاوز عمرها السنة تعتبر أداة تمويل قصيرة الأجل يتم تداولها في سوق النقد، ومثال سندات الخزينة وتصدر هذه السندات على أساس تمويل العجز في ميزانية الدولة وتستحق هذه السندات في نهاية السنة المالية.

أما السندات متوسطة الأجل فهي تلك السندات التي يكون إطفائها بعد مرور سنة إلى سبع سنوات، و تصدر عادة بأسعار فائدة أعلى من السندات القصيرة ويتم تداولها في سوق النقد.

والسندات طويلة الأجل التي يكون عمرها اكثر من سبع سنوات تكون فائدتها أعلى وذلك لطول فترة الإطفاء وارتفاع درجة الخطر.

وقد تكون السندات مضمونة لقاء عقار أو أي اصل آخر فيحق لحامل السند ان يضع يده على العقار في حالة توقف جهة الإصدار عن تسديد الفائدة أو إطفاء السند.

والسندات غير المضمونة تعتمد على تعهد جهة الإصدار فقط، ويطلق على هذا النوع اسم السندات العادية، والضمانة الوحيدة لهذا النوع من السندات هو حق الأولوية في الحصول على حقوقه مقارنة بالدائنين الآخرين للشركة المصدرة.

وقد تقوم الجهة المصدرة بإضافة بعض الامتيازات والشروط على إصداراتها من السندات بهدف ترغيب المستثمر أو منح المرونة للشركة لاستبدال التمويل بالسندات بمصادر تمويل أخرى وهي كما يلي:-

1- **سندات قابلة للاستدعاء:** ويقصد بشرط الاستدعاء هي منح الحق للجهة المصدرة للسند استرداده في الوقت المناسب لها، لقاء علاوة استدعاء لتشجيع المستثمر على شرائها وللتعويض عن خسارته جراء عملية الاستدعاء ومقابل المرونة للجهة المصدرة.

2- **السندات القابلة للتحويل:** تتضمن شروط الإصدار منح حق تحويل السندات إلى اسهم عادية وهذا النوع من السندات لصالح المستثمر بهدف تحفيزه لشراء هذا النوع من السندات، وعادة تكون فترة التحويل محددة بسقف كأن تكون 3 سنوات مثلاً،، ففي حالة الرواج الاقتصادي يتجه المستثمر إلى تحويل السندات إلى أسهم عادية وفي حالة انكماش الاقتصادي يكتفي حامل السند بالحصول على الفائدة المحددة في شروط الإصدار.

مثال:-

في 1/ 1/ 2006 أصدرت شركات الرشيد سندات قابلة للتحويل فئة A بقيمة اسمية مقدارها 1000 دينار للسند الواحد بفائدة 7٪ ويستحق إطفاء السند بعد 10 سنوات و تضمنت شروط الإصدار ما يلي:-

1- قابلية السند للاستدعاء بعلاوة 50 دينار للسند على ان يتم التحويل خلال فترة ثلاث سنوات من تاريخ الإصدار.

2- قابلية السند للتحويل إلى أسهم عادية بسعر السهم 200 دينار بفترة 5 سنوات من تاريخ الإصدار.

المطلوب: تحليل الفوائد والخسائر التي يمكن أن تتحقق بالنسبة إلى مصدر السند والمستثمر في الحالات الآتية:-

1- في حالة ارتفاع سعر السهم العادي في السوق بعد مضي سنتين من تاريخ الإصدار بمقدار 30 دينار.

عند تحويله إلى سهم= 1000 ÷ 200 = 5 سهم لكل سند.

الربح الرأسمالي لكل سهم نتيجة لارتفاع سعر السهم= 5 × 30 = 150دينار

2- في حالة هبوط سعر السهم بعد سنتين من تاريخ الإصدار إلى 180دينار ؟

عند تحويل السند إلى اسهم فيحصل على 5 أسهم وستكون مقدار الخسارة في كل سهم 20 دينار كنتيجة لانخفاض سعره إلى 180ديناروإجمالي الخسارة ستكون كما يلي:-

5× 20 = 100 دينار لكل سند عليه سوف لا يستخدم المستثمر حقه في تحويل السندات إلى اسهم عادية.

مزايا الاستثمار في السندات

أ- ثبات واستمرارية العوائد إذ يحصل حامل السند على العائد المحدد في شروط الإصدار بغض النظر عن رقم الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

ب-انخفاض درجة الخطر عند حلول موعد إطفاء السند خاصة بالنسبة للسندات المضمونة بأصول الشركة، إذ يستطيع حامله ان يستوفي قيمة السند من هذا الضمان، كما ان السند يتمتع بحق الأولوية في الحصول على قيمته عند التصفية إذ اشهر إفلاس الشركة المصدرة.

ج- تتمتع السندات بالميزة الضريبية من خلال احتساب فوائدها كلفة لأغراض الاحتساب الضريبي أو إعفاءه السندات الحكومية من ضريبة الدخل مثلا، ولذلك نرى ان اكثر المستثمرين المحافظين يميلون إلى الاستثمار في السندات وذلك لانخفاض درجة المخاطرة.

ان هذه المزايا لا تعني عدم وجود مخاطر في الاستثمار بالسندات ويمكن ان نؤشر عدد من المخاطر التي يتأثر بها الاستثمار بالسندات:-

1- **خطر السيولة:** تفتقد السندات طويلة الأجل إلى خاصية السيولة، مما يعرض حامل السند إلى خطر القوة الشرائية للنقود بسبب التضخم الاقتصادي، فترتفع درجة الخطر كلما طالت فترة الاستحقاق.

2- **تقلب أسعار الفائدة:** تتحرك أسعار السندات هبوطاً وصعوداً عكس حركة معدل الفائدة السائدة في السوق فعند ارتفاع سعر الفائدة في السوق يؤدي إلى انخفاض سعر السند.

3 - **خطر استدعاء السند:** إذا كان من ضمن شروط الإصدار شرط الاستدعاء ستستغل الشركة المصدرة الفرصة المناسبة لاستدعاء السندات، ولحماية المستثمر يتم منحه علاوة الاستدعاء ورفع الفائدة على السند لتغطية خسارته.

4- **خطر الرفع المالي:** ان دراسة مخاطر الرفع المالي للشركة المصدرة يعد من الأمور المهمة، وهناك معايير لنسبة الرفع المالي ياخذهاالمستثمربعين الاعتبار لان المقرضين الآخرين هم منافسين إضافيين لهم الحق في موجودات الشركة في حالة تعرضها للتصفية.

العائد على السندات

- يتم احتساب العائد الجاري على السند كما يلي:-

$$\text{العائد الجاري} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{سعر السند في السوق}} \times 100$$

- العائد لفترة الاقتناء(The Holding Yield(HPY)) ويستخدم لغرض معرفة العائد الذي حصل عليه المستثمر خلال فترة بقاء السند في محفظته الاستثمارية.

$$\text{عائد فترة الاقتناء} = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{الفائدة}}{\text{سعر الشراء}}$$

- العائد الى فترة الاستحقاق(Yield To Maturity (YTM

$$YTM = \frac{\text{مبلغ الفائدة} + \frac{م - ص}{ن}}{\frac{م + ص}{2}} \times 100$$

م= القيمة الاسمية للسند

ص= مبلغ الشراء

ن= عدد السنوات المتبقية من موعد الاستحقاق

- العائد حتى موعد الاستدعاء= $\frac{\text{مبلغ الفائدة} + \frac{\text{سعر الاستدعاء} - \text{سعر الشراء}}{ن}}{\frac{\text{سعر الاستدعاء} + \text{سعر الشراء}}{2}}$

تأثير معدلات الفائدة على أسعار الأسهم والسندات :-

ان معدلات الفائدة تلعب دوراً أساسيا في التأثير على آلية الأسواق المالية، وعادة يتم اعتماد معدلات الفائدة على الاستثمار الخالي من الخطر كمؤشر أساسي لتحديد العائد على أدوات الاستثمار المختلفة، ومن المعروف ان أسعار الفائدة تتأثر بالحالة الاقتصادية في البلد ففي فترة الانتعاش الاقتصادي ترتفع أسعار الفائدة وهذا سينعكس سلبياً على السندات وفي فترة الانكماش يحدث العكس، أما أسعار الأسهم فتتحرك غالباً باتجاه معاكس لحركة أسعار السند ففي فترة الرواج الاقتصادي ترتفع أسعار الأسهم نظرا لزيادة الطلب على المنتجات وارتفاع الربح وتوزيعه على حملة الأسهم، ولذلك نستطيع رسم العلاقة بين سلوك أسعار الأسهم والعائد على السندات أثناء الدورة الاقتصادية، فالرواج يزيد من الدخول ويؤدي إلى زيادة الاستهلاك، ومن ثم زيادة الطلب على السيولة النقدية وارتفاع معدل الفائدة.

تؤدي زيادة سعر الفائدة السائدة في السوق إلى تدني سعر السند والعكس صحيح، ذلك أن السند يحمل فائدة وهو من هذه الناحية يشبه الوديعة، فإذا ما

زادت أسعار الفوائد على الودائع فإن ذلك سيشكل حافزا للمقترضين وحاملي الأسناد لزيادة ودائعهم على حساب الاستثمار في الأسناد.

وبانخفاض الطلب على السندات فإن أسعارها ستنخفض وهذا من وجهة نظر المقرض(حامل السند) أما من وجهة نظر المقترض (الشركة المصدرة للأسناد)، فإن السند عبارة عن أداة اقتراض بكلفة هي الفائدة المدفوعة، والسند من هذه الناحية يشبه أدوات الاقتراض الأخرى، وإذا ما زادت أسعار الفوائد المدفوعة على هذه الأدوات دون السندات فإن المقرض سيكون مستعدا لإصدار هذه السندات بسعر أقل.

ثانيا:- أدوات التمويل قصير الأجل

توجد عدة مصادر للتمويل قصير الأجل ويمكن أجمالها بنوعين أساسيين هما الائتمان التجاري والائتمان المصرفي وفيما يلي عرضا لطبيعة كل نوع.

1:- الائتمان التجاري (Trade credit):-

هو عبارة عن تمويل قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كمادة أولية لانتاج بضاعة مصنعة،ولذلك فان الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط الذي يمنحة التاجر إلى المستهلك لا يعتبر ضمن الائتمان التجاري،لان الشروط الخاصة بمنح الائتمان التجاري تنص على بيع البضاعة والمتاجرة بها، ويحتاج المشتري إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية راس المال العامل، والهدف من الائتمان التجاري هو تلبية الاحتياجات من مصادر خارجية في حالة عدم إمكانية الحصول على القروض المصرفية مع توفر الرغبة عند المورد لبيع البضاعة بالأجل أو لانخفاض كلفة هذا الائتمان، وهناك بعض الظروف التي تساعد على منح الائتمان التجارية وهي الظروف الموسمية وظروف الطوارئ.

ويمكن تعريف الائتمان التجاري من وجهة نظر الإدارة المالية بأنه تسهيلات قصيرة الأجل يحصل عليها المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها، وأحيانا يحصل عليها بدون كلفة إذا تم منح الائتمان بدون شروط دفع النتائج بضاعة

مصنعة، وفي ضوء ذلك نستطيع القول بان الائتمان التجاري يوفر السيولة النقدية للمشاريع التي لا تستطيع الحصول على الأموال عن طريق وسائل تمويل أخرى بسبب ظرف مالي أو قانوني، ويعتبر الائتمان التجاري أحد الوسائل المهمة في الوقت الحاضر لترويج وتسويق البضاعة، لان منح الائتمان التجاري لا يستند على فكرة الحصول على الأرباح والإيرادات العاجلة بعد كل عملية بيع فقط، بل ان مانح الائتمان التجاري ينظر إلى الإرباح والإيرادات التي يحصل عليها نتيجة تكرار عمليات البيع للعملاء والمتعاملين معه الجدد والقدامى، ويهتم بكسب اكبر عدد من المتعاملين الجدد باستمرار وبأعداد كبيرة، وتختلف أهمية الائتمان التجاري في التمويل من مشروع إلى أخر من حيث فترة الائتمان وحجم نشاط المشروع وملاءته المالية وقدرته الائتمانية ورغبته في الاستثمار من خلال هذا المصدر التمويلي، الذي قد يصبح مصدرا أوتوماتيكيا للتمويل إذا كانت هناك فائدة باستخدام هذا المصدر،وتزداد الحاجة إلى الائتمان التجاري مع زيادة حجم المبيعات والإنتاج.

2- الائتمان المصرفي:

تحتاج المشاريع عادة خلال دورتها الاستثمارية والتشغيلية إلى التمويل قصير الأجل خلال فترة زمنية محددة لتغطية الاحتياجات خلال هذه الدورة أو التوسع في نشاط المشروع، وقد تكون هذه الاحتياجات موسمية أو لغرض شراء المواد الأولية أو زيادة تراكم المخزون السلعي،إضافة إلى أيجاد مصادر مالية سائلة لموازنة ارتفاع الذمم المدينة والتي تتزامن مع زيادة المبيعات بالآجل، وكذلك في حالة الحاجة إلى القرض قصير الأجل للاستفادة من الخصم النقدي عند الحصول على الائتمان التجاري،ولذلك نطلق على القروض قصيرة الأجل تسمية القروض ذاتية التسييل (Self Liquidating) لأنها تساهم في دورة الإنتاج وبيع البضاعة والحصول على قيمة الذمم المدينة،عليه يمكن ان يسدد المشروع القرض بصورة تلقائية من خلال التدفقات النقدية التي يحصل عليها خلال مدة القرض،وعادة يشترط المصرف ان يتم تسديد قيمة القروض في فترة اقل من سنة،مع الحرص على تطابق الدورة النقدية للمشروع مع فترة القرض المصرفي.

ويعد التمويل قصير الأجل أحد الوسائل المهمة لتغطية الاحتياجات قصيرة الأجل في المشاريع، وتظهر القروض المصرفية في بند الخصوم المتداولة في ميزانية المشروع تحت عنوان أوراق الدفع(Notes Payable) ويمكن استخدامها من خلال الاقتراض المباشر من البنك أو بواسطة القيام بخصم الكمبيالة المسحوبة على العملاء،وذلك نلاحظ ان الشركة تهتم باختيار المصرف الذي تتعامل معه لغرض الحصول على الأموال والمحافظة على أموالها المودعة في هذا المصرف.

ثالثا:- التمويل متوسط الأجل (Intermediate – term Financing):-

وتسمى ايضا بقروض المدة (Term Loans) وتتميز بآجالها المتوسطة اذ انها تستحق الدفع بين 3-7 سنوات ويتم سدادها بصورة منتظمة على مدار عدد من السنوات وتمثل البنوك وشركات التامين المصدر الرئيسي لهذه القروض.

ونستخدمها كبديل لاعادة تجديد القروض قصيرة الأجل بسبب استمرار الحاجة الى تغذية الدورة التشغيلية للمشروع وتداخل الاعمال،كما ان المشروع الذي يجدد باستمرار قروضه القصيرة يعاني من ارتفاع كلفتها.

ان قروض المدة تتضمن بنود حماية للحفاظ على حقوق الجهه المقرضه وعادة تكون هذه البنود مقيدة للمشروع المقترض فهي تطلب تحديد مستويات راس المال العامل وحجم الانفاق الراسمالي الجديد ومصادر التمويل الاخرى بضمنها عقود الاستئجار وقد يتم تحديد مقدار الارباح الموزعة على المساهمين.

رابعا:- التمويل بالاستئجار ((Lease Financing) :-

ان الحالة الطبيعية لتسيير عمليات الإنتاج في المشاريع هي امتلاك الأصول الثابتة للقيام بانجاز انشطتها حسب حاجة كل منها وتظهر هذه الأصول الثابتة ضمن ميزانياتها، لكن يمكن الحصول على الخدمة الإنتاجية لبعض الأصول عن طريق الاستئجار لفترة زمنية محددة مقابل دفعات ايجار دورية الى الجهه المؤجرة بهدف استعمال الآليات لفترة محدودة وليس ملكيتها، وإذا كان الشراء هو إحدى الوسائل الفعالة للاستفادة من الأصول الثابتة في انجاز العمليات الانتاجية فإن الإيجار هو

وسيلة أخرى لتحقيق هذه الغاية خاصة في هذا العصر الذي اصبح الابتكار والتطور التقني ميزه اساسية له.

والاستئجار هو عقد يلتزم بموجبه المستأجر (LESSEE) بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها لمالك (LESSOR) أصل من الأصول لقاء انتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة يتفق عليها.

ويمكن استئجار الاصول المختلفة والحصول على خدماتها دون امتلاك هذه الأصول ويشمل ذلك العديد من الأصول ومنها استئجار الأراضي، الابنية، السفن، أجهزة التنقيب معامل توليد الطاقة والتعدين،الرافعات العملاقة، انظمة الكومبيوتر، وفي ضوء طبيعة هذه الأصول يعد الاستئجار واحد من مصادر التمويل طويلة متوسطة الأجل.

وهناك تشابه بين التمويل بالاستئجار والتمويل بالاقتراض لان دفعات الاستئجار عبارة عن التزامات تعاقدية دورية ثابتة طويلة الأجل وبذلك يؤدي الاستئجار إلى ارتفاع مديونية المشروع المستأجر وزيادة خطر الرافعة المالية.

خصائص الاستئجار التمويلي :-

1- مرونة عمليات الإنتاج من خلال تمكين المشاريع من تغيير اصولها بكلفة مناسبة استجابة للتغييرات التي قد تطرأ على تقنية الانتاج وحاجات التسويق.

2- تخفيض كلفة خطر عبيء التقادم التقني اذ انه بديلا مناسبا للاستفادة من المعدات التي تخضع للتطور الفني السريع المستمر مثل أجهزة الكومبيوتر الضخمة وذات التكاليف العالية والتي تكون معرضة لخطر تطور تقني سريع..

3- تخفيض خطر افلاس المشاريع الجديدة وخاصة عندما تنخفض درجة التاكد من الطلب المتوقع على منتجاتها او وجود منافسة شديدة من منتجات مبتكرة.

4- تخفيض التكاليف الضريبية من خلال نقلها الى الجهه المؤجرة وخاصة في عقود الاستئجار التمويلي التي يتحمل المستأجر بموجبها دفع الرسوم والضرائب.

5- تخفيض كلفة استخدام المعدات التي تستخدم لمرة واحدة في المشروع كالرافعات العملاقة التي تستخدم في بناء الابراج كما ان كبر حجم شركات التاجير يؤدي الى تخفيض الكلف بشكل عام.

6- تنويع مصادره التمويل وتوفير البدائل منخفضة التكاليف وتقليل الضمانات المقدمة مقارنة بالتمويل المصرفي..

أنواع الاستئجار :-

1- التاجير التمويلي (FINANCIAL LEASE) :-

التأجير التمويلي هو ذلك التاجير الذي يتم بموجبه اطفاء كامل قيمة الاصل (Fuhhy Amortizel)المؤجر خلال فترة العقد،ويسمى هذا التأجير بالتأجير الرأسمالي (CAPITAL LEASE) لان إجمالي دفعات الايجار المتفق عليها تغطي كامل كلفة الاصل مع عائد مناسب على راس المال المستثمر.

ويتميز هذا النوع من التأجير عن انواع التأجير الاخرى بانه لا يعتبر المؤجّر مسؤولاً عن خدمات الصيانة وان العقد غير قابل للإلغاء الا بموافقة الطرفين ويلتزم المستأجر بدفع مبالغ نقدية لمالك الأصل لقاء استعماله للاصل تغطي كلفة الأصل مضافاً إليه عائد مناسب على راس المال المستثمر وقد يمدد العقد بتخفيض مبلغ الايجار او ينتهي بشراء الاصل.

ويتم هذا النوع من التأجير عادة بقيام المشروع الراغب بالاستئجار باختيار الاصل الذي يحتاج إليها

ويحدد ثمن البيع وشروطه مع البائع ويقدم الوثائق والمستندات الى شركة التأجير لتقوم بشراء الاصل وتوقع شركة التاجير عقد تأجير مع المشروع المستأجر قبل أن يدفع ثمن الاصل.

ومن خصائصه الاخرى:-

- انه لا يحمل الجهة المؤجرة خدمات الصيانة والتامين ودفع الضرائب

- لها طابع الديون من الدرجة الاولى اذ انها تسمح للجهه المؤجرة اشهار افلاس المستاجر في حالة عدم الدفع
- ينتهي عقد التاجير التمويلي بتملك المستاجر للاصل المؤجر
- ان المعدات او الاصل المستاجر غالبا ما يكون من اختيار المستاجر وجديد ويتم شراؤه من البائع بالكلفة التي يحددها المستاجر.

2- التأجير التشغيلي (OPERATING LEASE) :-

يطلق على هذا النوع من التأجير أحيانا تأجير الخدمات (SERVICE LEASE) ويتضمن اضافة الى تمويل قيمة الاصل المؤجر الى المستاجر تقديم خدمات الصيانة اي هو استئجار خدمات الأصل دون أن ينتهي ذلك بتملكه كما هو الحال في النوع الآخر من التأجير ولا تكون عقود التأجير دائمية بل من حق المستاجر انهاء عقد الإيجار قبل انتهاء مدته.

وعادة تكون فترة الايجار لمدة اقل من العمر الاقتصادي للأصل وهذا يمنح المستاجر المرونة في احلال اصول احدث تقنية وتطور في اعماله المستقبلية ومن الامثلة على هذا النوع من التاجير تأجير الحاسبات وآلات التصوير والسيارات.

ويكون المؤجر مسؤولا عن التامين على الأصل ودفع الضرائب المستحقة وصيانته.

ويتوقع أن يستعيد المؤجر تكاليفه من خلال تجديد عقد التأجير لجهة أخرى لان الدفعة الاولى لا تكون كافية لتغطية تكاليفه، ويأمل المؤجر أن يسترد هذه التكاليف من تكرار عملية التأجير أو من خلال بيع الأصل بعد انتهاء فترة الإيجار.

ومن خصائصه انه لا يتطلب إطفاء كامل قيمة الأصل اي ان مجموع دفعات الايجار خلال فترة العقد اقل من كلفة الاصل وان مدة العقد اقل من عمره ويمكن للمستاجر إعادة الأصل قبل انتهاء فترة العقد المتفق عليها بعد تقديم إنذار الى المؤجر قبل فترة مناسبة وقد يفرض المؤجر بعض الغرامات على ذلك حسب بنود العقد.

3- الاستئجار المقرون برافعة التمويل :-

وهو ذلك النوع من الاستئجار الذي تكون أطرافه ثلاثة هم المؤجر، المستاجر والجهة الممولة.

اذ يكون الأصل مملوكا من قبل المستأجر ثم يتم شراؤه من قبل المؤجر وإعادة تأجير نفس الاصل إلى المستاجر، ويقوم المؤجر الذي يقوم بشراء الاصل المطلوب بتحمل جزء من كلفة الأصل بحدود 30٪ تقريبا ويمول المبلغ المتبقي من قيمة الاصل بقرض طويل الاجل من مصرف ويكون رهن الأصل في هذه الحالة هو الضمان للقرض.

تقوم شركة التاجير التمويلي بتخصيص قيمة الايجار لتسديد دفعات اقساط القرض اضافة الى نسبة تتراوح بين 20 – 40 ٪ من قيمة الاصل تبقى كهامش امان وهذا النوع من التأجير شائع في العقارات وعلى نطاق أقل في الماكينات والمعدات.

وبموجب هذا العقد يستلم البائع (المستأجر) الثمن المدفوع له من قبل المشتري (المؤجر) حالا، وفي الوقت نفسه يحتفظ البائع (المستأجر) بحق استعمال هذا الأصل.

و في حالة القرض يقوم المقترض بسداد أقساط القرض وفوائدها خلال مدة محددة و يقوم البائع (المستأجر) بدفع أجرة سنوية تعادل في مجموعها قيمة الثمن المدفوع للاصل المبيع والمعاد استئجاره بالإضافة إلى عائد مناسب للمشتري (المؤجر).

ان مدفوعات الاستئجار السنوية تطرح من الدخل الخاضع للضريبة على ان تكون فترة العقد اقل من 30 سنه على الأغلب مع ضرورة ضمان عائد مناسب للمؤجر

تقييم عملية الاستئجار

إذا استأجر المشروع الأصل فإنه سيدفع قسط إيجار سنوي طيلة عقد الإيجار.

وهذا ويتطلب قرار المفاضلة بين الشراء والاستئجار ويكون ذلك من خلال التعرف على التدفق النقدي المرتبط بالاقتراض وشراء الأصل والتدفق النقدي المرتبط بالاستئجار والمقارنة بين طريقتي التمويل للوقوف على أيهما أقل كلفة آخذين بنظر الاعتبار معدل الضريبة الذي يخضع له دخل الشركة.

أثر الاستئجار على قائمة المركز المالي:

حسب شروط معينة لا يظهر ضمن ميزانية المشروع لا الأصل المستأجر ولا الالتزام الناشئ عن الاستئجار، ويطلق على الاستئجار بأنه تمويل خارج الميزانية (OFF BALANCE SHEET FINANCING)،ويمكن توضيح هذه الفكرة على النحو التالي:-

	(1) أ	(2) ب	(3) أ
موجودات متداولة	100	100	100
موجودات ثابتة	100	100	300
المجموع:	200	200	400
ديون	100	100	300
رأسمال	100	100	100
المجموع:	200	200	400
نسبة الديون / الموجودات	٪ 50	٪ 50	٪ 75

قررت كل من الشركتين شراء موجودات ثابتة مقدارها (200) دينار.

اقترضت الشركة (أ) مبلغ (200) دينار لحيازة الأصل، فظهر كل من الدين والأصل المشترى ضمن ميزانية الشركة التي ظهرت في العمود الثالث.

أما الشركة (ب) فقد استأجرت الأصل، ولم يظهر الأصل المستأجر ضمن الموجودات، كما لم يظهر الالتزام الناتج عن الاستئجار ضمن المطلوبات أيضا.

ولعرض أثر الاستئجار في ميزانيات المشروع الذي يستخدمه كوسيلة للتمويل وقضت التعليمات المحاسبية بأن المشاريع التي تدخل في عقود إيجار مالي (FINANCIAL LEASE) عليها أن تعيد ترتيب ميزانياتها وإظهار الأصل المستأجر ضمن الموجودات الثابتة، وإظهار القيمة الحالية لدفعات الاستئجار المالية كمطلوبات، وتسمى هذه العملية رسملة الاستئجار (CAPITALIZING THE LEASE)، ومثل هذا الإجراء هو الذي يجعل ميزانية الشركة (ب) تشبه ميزانية الشركة (أ)، لأن عملية الاستئجار تفترق عن الاقتراض من حيث النتيجة.

تقييم الاستئجار:-

يقيم الاستئجار عادة من قبل المستأجر والمؤجر، فالمستأجر عليه أن يجد أيهما أقل كلفة بالنسبة له الاستئجار أم الشراء، وكذلك على المؤجر أن يحدد دفعات الاستئجار التي تحقق له عائدا مناسبا على استثماره.

يتم استخدام طريقة صافي القيمة الحالية بعد احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة الخارجة من المشروع مع كلفة راس المال المدفوع لشراء الاصل محل البحث مع الأخذ بنظر الاعتبار التوفير الضريبي الناجم عن دفع الفوائد وكلفة الصيانة وقيمة الخردة التي نحصل عليها في نهاية عمر الاصل والضريبة ولغرض استخراج كلفة الاستئجار يجب تحديد كلفة الآلة والاستهلاك والضريبة ودفعة الايجار الدورية المحددة وعمر الاصل المستاجر وصافي العائد المطلوب من شركة الاستئجار التمويلي.

ويوجد أمام المستأجر بديلين للحصول على الاصل البديل الاول هو الشراء نقداً او بالاقتراض والبديل الثاني الاستئجار.

مثال:-

تحتاج شركة الرنيم الى جهاز كومبيوتر بقيمة (100000) دينار لمدة سنتين وبفائدة (10٪) فاذا علمت ان قسط الاستهلاك يحسب بطريقة القسط الثابت،واذا استاجرت الشركة جهاز الكومبيوتر بقسط ايجار سنوي قدره 55000 دينار لمدة سنتين.

المطلوب:- بيان جدوى الاستئجار التمويلي اذا علمت ان معدل الضريبة الذي يخضع له دخل الشركة 40 ٪.

الحل:-

1- صافي التدفق النقدي في حالة الشراء بالاقتراض:-

كلفة الفائدة = 100000 ×10٪ = 10000 دينار.

التوفير الضريبي من الفائدة = 10000 × 40٪ = 4000 دينار.

التوفير الضريبي من الاستهلاك = 50000 × 40٪ = 20000 دينار.

سيؤدي الاقتراض بالشركة إلى دفع (10000) دينار فائدة سنوية للبنك ولمدة سنتين، كما ستدفع (100000) دينار في نهاية الفترة تسديدا للقرض.

التدفق النقدي لشركة الرنيم في حالة شراء الكومبيوتر

	السنة (صفر)	السنة (1)	السنة (2)
كلفة جهاز الكومبيوتر	(100000)		
قيمة القرض	100000		
الفائـــدة	***	(10000)	(10000)
التوفير الضريبي من الفائدة	***	4000	4000
تسديد القرض	***	***	(100000)
الوفر الضريبي من الاستهلاك	***	20000	20000
صافي التدفق النقدي		14000	(86000)

2- صافي التدفق النقدي لشركة الرنيم في حالة استئجار الكومبيوتر:-

الوفر الضريبي من قسط الاستئجار= 55000 × 40٪ = 22000 دينار

	السنة (صفر)	السنة (1)	السنة (2)
دفع الإيجار	***	(55000)	(55000)
الوفر الضريبي من الإيجار	***	22000	22000
صافي التدفق النقدي	***	(33000)	(33000)

طالما ان كلفة الاستئجار والشراء تتعدى السنة إذن يجب ايجاد القيمة الحالية لكل منها، ولغرض اختيار معدل الخصم المناسب نستعمل لهذا الغرض سعر الفائدة على الاقتراض بعد الضريبة والذي يحسب كما يلي:-

10 × (1 – نسبة الضريبة)

10 × (1 – 40 ٪) = 6 ٪

14000 × 0.943= 13202 دينار

86000 × 0.890 = 76540 دينار

القيمة الحالية للشراء 63.338

القيمة الحالية للاستئجار = 33000× 1.833 = 60.489 دينار

إن كلفة الاستئجار أقل من كلفة الشراء لذا يتم استئجار الكومبيوتر بدل شرائه.

مثال:-

لدى شركة الرافدين خطة للحصول على آلة متطورة بكلفة (12) مليون دينار، بعمر تصميمي (12) سنة وتخطط الشركة لاستعمال الآلات في الإنتاج لمدة (5) سنوات، تتوقف بعدها عن إنتاج السلعة لاحتمال تغير الذوق وانخفاض الطلب عليها وباستطاعة الشركة اقتراض كلفة الماكينات بفائدة (10 ٪) ويتوقع أن تكون قيمة الآلات (100000) ألف دينار بعد 10 سنوات و3000000 دينار بعد (5) سنوات من تاريخ الاستعمال.ولدى الشركة عرض تأجير الآلات لمدة (5) سنوات بأجرة سنوية مقدارها 3000000 مليون دينار تدفع في بداية كل سنة وتتحمل شركة الوطنية للاستئجار التمويلي تكاليف الصيانة،مع العلم انه في حالة شراء المعدات ستكون كلفة الصيانة السنوية (60000) دينار.

المطلوب: بين اي من البديلين افضل للشركة اذا علمت ان معدل الضريبة (40 ٪).

أولا: كلفة التملك: الوفر الضريبي من تكلفة الصيانة= 600000 × 40٪ = 24000 دينار.

الوفر الضريبي من تكلفة الاستهلاك= 1800000 × 40% = 720000 دينار

الوفر الضريبي من الفائدة: 12000 × 0.40 = 4800

كلفة الفائدة= $12000000 \times \frac{10}{100} = 12000$

الاستهلاك السنوي = 12000000 – 3000000= 9000000 دينار القيمة بعد الخردة

التدفق النقدي لشركة الرافدين في حالة شراء الآلة.

البيان	السنة صفر	السنة 1	السنة 2	السنة 3	السنة 4	السنة 5
كلفة الآلة	(12000000)	-	-	-	-	-
قيمة القرض	12000000					
الفائدة		(12000)	(12000)	(12000)	(12000)	(12000)
التوفير الضريبي من الفائدة		4800	4800	4800	4800	4800
تسديد القرض						(12000000)
كلفة الصيانة		(60000)	(60000)	(60000)	(60000)	(60000)
الوفر الضريبي من كلفة الصيانة		240000	240000	240000	240000	240000
الوفر الضريبي من الاستهلاك		720000	720000	720000	720000	720000
صافي التدفق النقدي.		892800	892800	892800	892800	(11107200)

معدل الخصم = 0.01 (1- 0.40) = 6%.

القيمة الحالية للتدفقات النقدية

السنة 1= 892800 × 0.943 = 841910

السنة 2= 892800 × 0.890 = 794592

السنة 3= 892800 × 0.840 = 749952

السنة 4= 11107200 × 0.792 = (8796902)

قيمة الخردة = 3000000 × 0.792 = 2376000

القيمة الحالية للتدفقات الداخلة = 4762454

القيمة الحالية للتدفقات الخارجة = 8796902

صافي القيمة الحالية لكلفة التملك = 4034448

ثانيا: كلفة الاستئجار :-

الوفر الضريبي من الاستئجار= 3000000 × 40٪ = 1200000 دينار.

		السنة صفر	السنة 1	السنة 2	السنة 3	السنة 4
9	دفعات الاستئجار	(3000000)	(3000000)	(3000000)	(3000000)	3000000)
10	الوفر الضريبي من الاستئجار	1200000	1200000	1200000	1200000	1200000
11	صافي التدفق النقدي	(1800000)	(1800000)	(1800000)	(1800000)	1800000)
12	القيمة الحالية للاستئجار	(75816 00)				

صافي الميزة الاستئجار = القيمة الحالية للتملك - القيمة الحالية للاستئجار

= 7581600 - 4034448

= (3547152) دينار

∴ يتم التملك بدلا من الاستئجار.

الاستئجار من وجهة نظر المؤجر (EVALUATION BY LESSOR) :-

بالنسبة الى شركة الاستئجار التمويلي فانها تقوم بتحديد المردود المتحقق من الاستثمار في الأصل المراد تأجيره، من خلال تحديد التدفق النقدي الخارج اللازم لشراء الأصل الذي سيتم تأجيره مع الأخذ بعين الاعتبار الدفعة المقدمة المطلوب تسديدها من المستأجر،وتحديد التدفقات النقدية الدورية (شهريا، ربعيا، نصف سنوي،...) التي سيقبضها المؤجر من المستأجر على شكل أقساط تاجير مع الأخذ بعين الاعتبار الضرائب وتكاليف الصيانة.

ويتم ايضا تحديد قيمة الأصل المؤجر بعد انتهاء مدة الإيجار مع الأخذ بعين الاعتبار الضريبة على الربح الرأسمالي إذا كان مثل هذا الربح خاضعا للضريبة.

ثم نقوم بتحديد القيمة الحالية للاستثمار فإذا ما كانت صفرا أو أكثر، فإن ذلك يعني أن العائد المتحقق يعادل أو يزيد على الكلفة البديلة للمؤجر، وإن كان سالبا فإنه أقل من الكلفة البديلة له.

مثال:-

ترغب الشركة العربية للتاجير التمويلي تاجير الالات بمبلغ 100000 دينار لمدة 5 سنوات، فإذا كانت ضريبة المؤجر (40 ٪) وتؤجر بمعدل عائد قدره (10 ٪) قبل الضريبة وكلفة الصيانة السنوية 5000 دينار،وتحصل الشركة من المستأجر على دفعات إيجار سنوية بمبلغ 28000 دينار وان قيمة الخردة تبلغ 10000 دينار.

المطلوب: بيان معدل العائد الذي يحصل عليه المستاجر؟

الحل:-

الوفر الضريبي من الصيانة = 5000 × 40٪ = 2000 ينار

الوفر الضريبي من الاستهلاك= 20000 × 40٪ = 8000 دينار

ان معدل الخصم بعد استبعاد كلفة الضريبة =0.10 × (1-0.04) = (6 ٪).

سيحقق المؤجر في هذه الحالة ربحا رأسماليا مقداره (400) الف دينار،

	السنة صفر	السنة 1	السنة 2	السنة 3	السنة 4	السنة 5
سعر الشراء	(100000)	–	–	–	–	–
كلفة الصيانة	(5000)	(5000)	(5000)	(5000)	(5000)	–
الوفر الضريبي من الصيانة	2000	2000	2000	2000	2000	–
الوفر الضريبي من الاستهلاك	8000	8000	8000	8000	8000	
دفعات الإيجار	28000	28000	28000	28000	28000	–
ضريبة على دفعات الإيجار	(1200)	(1200)	(1200)	(1200)	(1200)	–
حصيلة بيع المعدات	–	–	–	–	–	10000
ضريبة على ربح بيع المعدات	–	–	–	–	–	(4000)
صافي التدفق النقدي	(102400)	31800	31800	31800	31800	6000

القيمة الحالية للتدفقات الداخلة عند نعدل خصم (6 ٪) = 110187+ 4482= 114669 دينار

صافي القيمة الحالية = 114669- 102400 = 12269 دينار.

إن القيمة الحالية الموجبة للتدفقات النقدية من الاستئجار تعني أن الاستثمار الذي أنتج هذه القيمة موجب لصالح شركة الاستئجار التمويلي.

تحديد دفعات الاستئجار :-

ان العنصر الأساسي الذي يؤثر على قيمة دفعات الاستئجار هو معدل العائد الذي تتطلع إليه شركة الاستئجار التمويلي وكذلك فترة الإيجار، وتحدد الدفعة عادة من خلال إيجاد القيمة التي تجعل القيمة الحالية لمجموعة الدفعات باستعمال معدل العائد بعد الضريبة الذي يتطلع إليه المستأجر صفرا.

وعند بقاء العوامل الأخرى ثابتة، فإن عوائد الاستئجار بالنسبة للمؤجر والمستأجر تزداد في حالة كون نسبة الضريبة التي تخضع لها شركة الاستئجار التمويلي أعلى بشكل ملموس من نسبة الضريبة التي يخضع لها المستأجر والاستفادة من الوفر الضريبي من الاستهلاك تكون مبكرة بالنسبة لفترة الاستئجار وعندما تكون فترة الاستئجار طويلة ودفعات الاستئجار تتركز في نهاية الفترة ويكون سعر الفائدة مرتفع.

الملاحق

- قائمة رقم 1 المبالغ المركبة لدينار واحد.
- قائمة رقم 2 القيمة المركبة للدفعات المتعددة.
- قائمة رقم 3 القيمة الحالية لدينار واحد.
- قائمة رقم 4 القيمة الحالية لدفعات سنوية متساوية.

ملاحق القوائم المالية

القائمة أ ـ ١. المبالغ المركبة لدينار واحد

معدل الفائدة

السنة	1.0 %	2.0 %	3.0 %	4.0 %	5.0 %
1	1.010	1.020	1.030	1.040	1.050
2	1.020	1.040	1.061	1.082	1.103
3	1.030	1.061	1.093	1.125	1.158
4	1.041	1.082	1.126	1.170	1.216
5	1.051	1.104	1.159	1.217	1.276
6	1.062	1.126	1.194	1.265	1.340
7	1.072	1.149	1.230	1.316	1.407
8	1.083	1.172	1.267	1.369	1.477
9	1.094	1.195	1.305	1.423	1.551
10	1.105	1.219	1.344	1.480	1.629
11	1.116	1.243	1.384	1.539	1.710
12	1.127	1.268	1.426	1.601	1.796
13	1.138	1.294	1.469	1.665	1.886
14	1.149	1.319	1.513	1.732	1.980
15	1.161	1.346	1.558	1.801	2.079
16	1.173	1.373	1.605	1.873	2.183
17	1.184	1.400	1.653	1.948	2.292
18	1.196	1.428	1.702	2.026	2.407
19	1.208	1.457	1.754	2.107	2.527
20	1.220	1.486	1.806	2.191	2.653
21	1.232	1.516	1.860	2.279	2.786
22	1.245	1.546	1.916	2.370	2.925
23	1.257	1.577	1.974	2.465	3.072
24	1.270	1.608	2.033	2.563	3.225
25	1.282	1.641	2.094	2.666	3.386
26	1.295	1.673	2.157	2.772	3.556
27	1.308	1.707	2.221	2.883	3.733
28	1.321	1.741	2.288	2.999	3.920
29	1.335	1.776	2.357	3.119	4.116
30	1.348	1.811	2.427	3.243	4.322
35	1.417	2.000	2.814	3.946	5.516
40	1.489	2.208	3.262	4.801	7.040
45	1.565	2.438	3.782	5.841	8.985
50	1.645	2.692	4.384	7.107	11.467

تابع القائمة أ ـ ١

6.0 %	7.0 %	8.0 %	9.0 %	10.0 %	11.0 %
1.060	1.070	1.080	1.090	1.100	1.110
1.124	1.145	1.166	1.188	1.210	1.232
1.191	1.225	1.260	1.295	1.331	1.368
1.262	1.311	1.360	1.412	1.464	1.518
1.338	1.403	1.469	1.539	1.611	1.685
1.419	1.501	1.587	1.677	1.772	1.870
1.504	1.606	1.714	1.828	1.949	2.076
1.594	1.718	1.851	1.993	2.144	2.305
1.689	1.838	1.999	2.172	2.358	2.558
1.791	1.967	2.159	2.367	2.594	2.839
1.898	2.105	2.332	2.580	2.853	3.152
2.012	2.252	2.518	2.813	3.138	3.498
2.133	2.410	2.720	3.066	3.452	3.883
2.261	2.579	2.937	3.342	3.797	4.310
2.397	2.759	3.172	3.642	4.177	4.785
2.540	2.952	3.426	3.970	4.595	5.311
2.693	3.159	3.700	4.328	5.054	5.895
2.854	3.380	3.996	4.717	5.560	6.544
3.026	3.617	4.316	5.142	6.116	7.263
3.207	3.870	4.661	5.604	6.727	8.062
3.400	4.141	5.034	6.109	7.400	8.949
3.604	4.430	5.437	6.659	8.140	9.934
3.820	4.741	5.871	7.258	8.954	11.026
4.049	5.072	6.341	7.911	9.850	12.239
4.292	5.427	6.848	8.623	10.835	13.585
4.549	5.807	7.396	9.399	11.918	15.080
4.822	6.214	7.988	10.245	13.110	16.739
5.112	6.649	8.627	11.167	14.421	18.580
5.418	7.114	9.317	12.172	15.863	20.624
5.743	7.612	10.063	13.268	17.449	22.892
7.686	10.677	14.785	20.414	28.102	38.575
10.286	14.974	21.725	31.409	45.259	65.001
13.765	21.002	31.920	48.327	72.890	109.530
18.420	29.457	46.902	74.358	117.391	184.565

تابع القائمة أ ـ ١

12.0 %	13.0 %	14.0 %	15.0 %	16.0 %	17.0 %
1.120	1.130	1.140	1.150	1.160	1.170
1.254	1.277	1.300	1.323	1.346	1.369
1.405	1.443	1.482	1.521	1.561	1.602
1.574	1.630	1.689	1.749	1.811	1.874
1.762	1.842	1.925	2.011	2.100	2.192
1.974	2.082	2.195	2.313	2.436	2.565
2.211	2.353	2.502	2.660	2.826	3.001
2.476	2.658	2.853	3.059	3.278	3.511
2.773	3.004	3.252	3.518	3.803	4.108
3.106	3.395	3.707	4.046	4.411	4.807
3.479	3.836	4.226	4.652	5.117	5.624
3.896	4.335	4.818	5.350	5.936	6.580
4.363	4.898	5.492	6.153	6.886	7.699
4.887	5.535	6.261	7.076	7.988	9.007
5.474	6.254	7.138	8.137	9.266	10.539
6.130	7.067	8.137	9.358	10.748	12.330
6.866	7.986	9.276	10.761	12.468	14.426
7.690	9.024	10.575	12.375	14.463	16.879
8.613	10.197	12.056	14.232	16.777	19.748
9.646	11.523	13.743	16.367	19.461	23.106
10.804	13.021	15.668	18.822	22.574	27.034
12.100	14.714	17.861	21.645	26.186	31.629
13.552	16.627	20.362	24.891	30.376	37.006
15.179	18.788	23.212	28.625	35.236	43.297
17.000	21.231	26.462	32.919	40.874	50.658
19.040	23.991	30.167	37.857	47.414	59.270
21.325	27.109	34.390	43.535	55.000	69.345
23.884	30.633	39.204	50.066	63.800	81.134
26.750	34.616	44.693	57.575	74.009	94.927
29.960	39.116	50.950	66.212	85.850	111.065
52.800	72.069	98.100	133.176	180.314	243.503
93.051	132.782	188.884	267.864	378.721	533.869
163.988	244.641	363.679	538.769	795.444	1170.479
289.002	450.736	700.233	1083.657	1670.704	2566.215

تابع القائمة أ ـ ١

18.0 %	19.0 %	20.0 %	21.0 %	22.0 %	23.0 %
1.180	1.190	1.200	1.210	1.220	1.230
1.392	1.416	1.440	1.464	1.488	1.513
1.643	1.685	1.728	1.772	1.816	1.861
1.939	2.005	2.074	2.144	2.215	2.289
2.288	2.386	2.488	2.594	2.703	2.815
2.700	2.840	2.986	3.138	3.297	3.463
3.185	3.379	3.583	3.797	4.023	4.259
3.759	4.021	4.300	4.595	4.908	5.239
4.435	4.785	5.160	5.560	5.987	6.444
5.234	5.695	6.192	6.727	7.305	7.926
6.176	6.777	7.430	8.140	8.912	9.749
7.288	8.064	8.916	9.850	10.872	11.991
8.599	9.596	10.699	11.918	13.264	14.749
10.147	11.420	12.839	14.421	16.182	18.141
11.974	13.590	15.407	17.449	19.742	22.314
14.129	16.172	18.488	21.114	24.086	27.446
16.672	19.244	22.186	25.548	29.384	33.759
19.673	22.901	26.623	30.913	35.849	41.523
23.214	27.252	31.948	37.404	43.736	51.074
27.393	32.429	38.338	45.259	53.358	62.821
32.324	38.591	46.005	54.764	65.096	77.269
38.142	45.923	55.206	66.264	79.418	95.041
45.008	54.649	66.247	80.180	96.889	116.901
53.109	65.032	79.497	97.017	118.205	143.788
62.669	77.388	95.396	117.391	144.210	176.859
73.949	92.092	114.475	142.043	175.936	217.537
87.260	109.589	137.371	171.872	214.642	267.570
102.967	130.411	164.845	207.965	261.864	329.112
121.501	155.189	197.814	251.638	319.474	404.807
143.371	184.675	237.376	304.482	389.758	497.913
327.997	440.701	590.668	789.747	1053.402	1401.777
750.378	1051.668	1469.772	2048.400	2847.038	3946.430
1716.684	2509.651	3657.262	5313.023	7694.712	11110.408
3927.357	5988.914	9100.438	13780.612	20796.561	31279.195

تابع القائمة أ ـ ١

24.0 %	25.0 %	26.0 %	27.0 %	28.0 %	29.0 %
1.240	1.250	1.260	1.270	1.280	1.290
1.538	1.563	1.588	1.613	1.638	1.664
1.907	1.953	2.000	2.048	2.097	2.147
2.364	2.441	2.520	2.601	2.684	2.769
2.932	3.052	3.176	3.304	3.436	3.572
3.635	3.815	4.002	4.196	4.398	4.608
4.508	4.768	5.042	5.329	5.629	5.945
5.590	5.960	6.353	6.768	7.206	7.669
6.931	7.451	8.005	8.595	9.223	9.893
8.594	9.313	10.086	10.915	11.806	12.761
10.657	11.642	12.708	13.862	15.112	16.462
13.215	14.552	16.012	17.605	19.343	21.236
16.386	18.190	20.175	22.359	24.759	27.395
20.319	22.737	25.421	28.396	31.691	35.339
25.196	28.422	32.030	36.062	40.565	45.587
31.243	35.527	40.358	45.799	51.923	58.808
38.741	44.409	50.851	58.165	66.461	75.862
48.039	55.511	64.072	73.870	85.071	97.862
59.568	69.389	80.731	93.815	108.890	126.242
73.864	86.736	101.721	119.145	139.380	162.852
91.592	108.420	128.169	151.314	178.406	210.080
113.574	135.525	161.492	192.168	228.360	271.003
140.831	169.407	203.480	244.054	292.300	349.593
174.631	211.758	256.385	309.948	374.144	450.976
216.542	264.698	323.045	393.634	478.905	581.759
268.512	330.872	407.037	499.916	612.998	750.468
332.955	413.590	512.867	634.893	784.638	968.104
412.864	516.988	646.212	806.314	1004.336	1248.855
511.952	646.235	814.228	1024.019	1285.550	1611.022
634.820	807.794	1025.927	1300.504	1645.505	2078.219
1861.054	2465.190	3258.135	4296.653	5653.911	7424.032
5455.913	7523.164	10347.175	14195.439	19426.689	26520.909
15994.690	22958.874	32860.527	46899.417	66749.595	94740.782
46890.435	70064.923	104358.362	154948.026	229349.862	338442.984

تابع القائمة أ ـ ١

30.0 %	31.0 %	32.0 %	33.0 %	34.0 %	35.0 %
1.300	1.310	1.320	1.330	1.340	1.350
1.690	1.716	1.742	1.769	1.796	1.823
2.197	2.248	2.300	2.353	2.406	2.460
2.856	2.945	3.036	3.129	3.224	3.322
3.713	3.858	4.007	4.162	4.320	4.484
4.827	5.054	5.290	5.535	5.789	6.053
6.275	6.621	6.983	7.361	7.758	8.172
8.157	8.673	9.217	9.791	10.395	11.032
10.604	11.362	12.166	13.022	13.930	14.894
13.786	14.884	16.060	17.319	18.666	20.107
17.922	19.498	21.199	23.034	25.012	27.144
23.298	25.542	27.983	30.635	33.516	36.644
30.288	33.460	36.937	40.745	44.912	49.470
39.374	43.833	48.757	54.190	60.182	66.784
51.186	57.421	64.359	72.073	80.644	90.158
66.542	75.221	84.954	95.858	108.063	121.714
86.504	98.540	112.139	127.491	144.804	164.314
112.455	129.087	148.024	169.562	194.038	221.824
146.192	169.104	195.391	225.518	260.011	299.462
190.050	221.527	257.916	299.939	348.414	404.274
247.065	290.200	340.449	398.919	466.875	545.769
321.184	380.162	449.393	530.562	625.613	736.789
417.539	498.012	593.199	705.647	838.321	994.665
542.801	652.396	783.023	938.511	1123.350	1342.797
705.641	854.638	1033.590	1248.220	1505.289	1812.776
917.333	1119.576	1364.339	1660.132	2017.088	2447.248
1192.533	1466.645	1800.927	2207.976	2702.897	3303.785
1550.293	1921.305	2377.224	2936.608	3621.882	4460.109
2015.381	2516.909	3137.935	3905.688	4853.323	6021.148
2619.996	3297.151	4142.075	5194.566	6503.452	8128.550
9727.860	12720.241	16599.217	21617.598	28097.517	36448.688
36118.865	49074.042	66520.767	89963.354	121392.522	163437.135
134106.817	189325.148	266579.595	374389.658	524464.294	732857.577
497929.223	730406.758	1068308.196	1558052.359	2265895.716	3286157.879

تابع القائمة أ ـ ١

36.0 %	37.0 %	38.0 %	39.0 %	40.0 %
1.360	1.370	1.380	1.390	1.400
1.850	1.877	1.904	1.932	1.960
2.515	2.571	2.628	2.686	2.744
3.421	3.523	3.627	3.733	3.842
4.653	4.826	5.005	5.189	5.378
6.328	6.612	6.907	7.213	7.530
8.605	9.058	9.531	10.025	10.541
11.703	12.410	13.153	13.935	14.758
15.917	17.001	18.151	19.370	20.661
21.647	23.292	25.049	26.925	28.925
29.439	31.910	34.568	37.425	40.496
40.037	43.717	47.703	52.021	56.694
54.451	59.892	65.831	72.309	79.371
74.053	82.052	90.846	100.510	111.120
100.713	112.411	125.368	139.708	155.568
136.969	154.003	173.008	194.194	217.795
186.278	210.984	238.751	269.930	304.913
253.338	289.048	329.476	375.203	426.879
344.540	395.996	454.677	521.532	597.630
468.574	542.514	627.454	724.930	836.683
637.261	743.245	865.886	1007.653	1171.356
866.674	1018.245	1194.923	1400.637	1639.898
1178.677	1394.996	1648.994	1946.885	2295.857
1603.001	1911.145	2275.611	2706.171	3214.200
2180.081	2618.268	3140.344	3761.577	4499.880
2964.911	3587.028	4333.674	5228.593	6299.831
4032.279	4914.228	5980.470	7267.744	8819.764
5483.899	6732.493	8253.049	10102.164	12347.670
7458.102	9223.515	11389.208	14042.008	17286.737
10143.019	12636.215	15717.106	19518.391	24201.432
47191.284	60984.554	78662.551	101278.675	130161.112
219561.574	294321.973	393698.224	525523.341	700037.697
1021529.415	1420448.597	1970420.368	2726879.904	3764970.741
4752754.903	6855329.878	9861757.523	14149464.787	20248916.240

القائمة أ ـ ٢ القيمة المركبة للدفعات السنوية

السنة	1%	2%	3%	4%	5%
1	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2	2.010	2.020	2.030	2.040	2.050
3	3.030	3.060	3.091	3.122	3.153
4	4.060	4.122	4.184	4.246	4.310
5	5.101	5.204	5.309	5.416	5.526
6	6.152	6.308	6.468	6.633	6.802
7	7.214	7.434	7.662	7.898	8.142
8	8.286	8.583	8.892	9.214	9.549
9	9.369	9.755	10.159	10.583	11.027
10	10.462	10.950	11.464	12.006	12.578
11	11.567	12.169	12.808	13.486	14.207
12	12.683	13.412	14.192	15.026	15.917
13	13.809	14.680	15.618	16.627	17.713
14	14.947	15.974	17.086	18.292	19.599
15	16.097	17.293	18.599	20.024	21.579
16	17.258	18.639	20.157	21.825	23.657
17	18.430	20.012	21.762	23.698	25.840
18	19.615	21.412	23.414	25.645	28.132
19	20.811	22.841	25.117	27.671	30.539
20	22.019	24.297	26.870	29.778	33.066
21	23.239	25.783	28.676	31.969	35.719
22	24.472	27.299	30.537	34.248	38.505
23	25.716	28.845	32.453	36.618	41.430
24	26.973	30.422	34.426	39.083	44.502
25	28.243	32.449	38.110	46.113	58.223
30	34.785	40.568	47.575	56.085	66.439
35	41.660	49.994	60.462	73.652	90.320
40	48.886	60.402	75.401	95.026	120.800
45	56.481	71.893	92.720	121.029	159.700
50	64.463	84.579	112.797	152.667	209.348

تابع القائمة أ ـ ٢

6%	7%	8%	9%	10%	11%
1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2.060	2.070	2.080	2.090	2.100	2.110
3.184	3.215	3.246	3.278	3.310	3.342
4.375	4.440	4.506	4.573	4.641	4.710
5.637	5.751	5.867	5.985	6.105	6.228
6.975	7.153	7.336	7.523	7.716	7.913
8.394	8.654	8.923	9.200	9.487	9.783
9.897	10.260	10.637	11.028	11.436	11.859
11.491	11.978	12.488	13.021	13.579	14.164
13.181	13.816	14.487	15.193	15.937	16.722
14.972	15.784	16.645	17.560	18.531	19.561
16.870	17.888	18.977	20.141	21.384	22.713
18.882	20.141	21.495	22.953	24.523	26.212
21.015	22.550	24.215	26.019	27.975	30.095
23.276	25.129	27.152	29.361	31.772	34.405
25.673	27.888	30.324	33.003	35.950	39.190
28.213	30.840	33.750	36.974	40.545	44.501
30.906	33.999	37.450	41.301	45.599	50.396
33.760	37.379	41.446	46.018	51.159	56.939
36.786	40.995	45.762	51:160	57.275	64.203
39.993	44.865	50.423	56.765	64.002	72.265
43.392	49.006	55.457	62.873	71.403	81.214
46.996	53.436	60.893	69.532	79.543	91.148
50.816	58.177	66.765	76.790	88.497	102.174
78.486	118.357	224.686	835.302	98.347	114.413
79.058	94.461	113.283	136.308	164.494	199.021
111.435	138.237	172.317	215.711	271.024	341.590
154.762	199.635	259.057	337.882	442.593	581.826
212.744	285.749	386.506	525.859	718.905	986.639
290.336	406.529	573.770	815.084	1163.909	1668.771

تابع القائمة أ ـ ٢

12%	13%	14%	15%	16%	17%
1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2.120	2.130	2.140	2.150	2.160	2.170
3.374	3.407	3.440	3.473	3.506	3.539
4.779	4.850	4.921	4.993	5.066	5.141
6.353	6.480	6.610	6.742	6.877	7.014
8.115	8.323	8.536	8.754	8,977	9.207
10.089	10.405	10.730	11.067	11.414	11.772
12.300	12.757	13.233	13.727	14.240	14.773
14.776	15.416	16.085	16.786	17.519	18.285
17.549	18.420	19.337	20.304	21.321	22.393
20.655	21.814	23.045	24.349	25.733	27.200
24.133	25.650	27.271	29.002	30.850	32.824
28.029	29.985	32.089	34.352	36.786	39.404
32.393	34.883	37.581	40.505	43.672	47.103
37.280	40.417	43.842	47.580	51.660	56.110
42.753	46.672	50.980	55.717	60.925	66.649
48.884	53.739	59.118	65.075	71.673	78.979
55.750	61.725	68.394	75.836	84.141	93.406
63.440	70.749	78.969	88.212	98.603	110.285
72.052	80.947	91.025	102.444	115.380	130.033
81.699	92.470	104.768	118.810	134.841	153.139
92.503	105.491	120.436	137.632	157.415	180.172
104.603	120.205	138.297	159.276	183.601	211.801
118.155	136.831	158.659	184.168	213.978	248.808
133.334	155.620	181.871	212.793	249.214	292.105
241.333	293.199	356.787	434.745	530.312	647.439
431.663	546.681	693.573	881.170	1120.713	1426.491
767.091	1013.704	1342.025	1779.090	2360.757	3134.522
1358.230	1874.165	2590.565	3585.128	4965.274	6879.291
2400.018	3459.507	4994.521	7217.716	10435.649	15089.502

تابع القائمة أ ـ ٢

18%	19%	20%	21%	22%	23%
1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2.180	2.190	2.200	2.210	2.220	2.230
3.572	3.606	3.640	3.674	3.708	3.743
5.215	5.291	5.368	5.446	5.524	5.604
7.154	7.297	7.442	7.589	7.740	7.893
9.442	9.683	9.930	10.183	10.442	10.708
12.142	12.523	12.916	13.321	13.740	14.171
15.327	15.902	16.499	17.119	17.762	18.430
19.086	19.923	20.799	21.714	22.670	23.669
23.521	24.709	25.959	27.274	28.657	30.113
28.755	30.404	32.150	34.001	35.962	38.039
34.931	37.180	39.581	42.142	44.874	47.788
42.219	45.244	48.497	51.991	55.746	59.779
50.818	54.841	59.196	63.909	69.010	74.528
60.965	66.261	72.035	78.330	85.192	92.669
72.939	79.850	87.442	95.780	104.935	114.983
87.068	96.022	105.931	116.894	129.020	142.430
103.740	115.266	128.117	142.441	158.405	176.188
123.414	138.166	154.740	173.354	194.254	217.712
146.628	165.418	186.688	210.758	237.989	268.785
174.021	197.847	225.026	256.018	291.347	331.606
206.345	236.438	271.031	310.781	356.443	408.875
244.487	282.362	326.237	377.045	435.861	503.917
289.494	337.010	392.484	457.225	532.750	620.817
342.603	402.042	471.981	554.242	650.955	764.605
790.948	966.712	1181.882	1445.151	1767.081	2160.491
1816.652	2314.214	2948.341	3755.938	4783.645	6090.334
4163.213	5529.829	7343.858	9749.525	12936.535	17154.046
9531.577	13203.424	18281.310	25295.346	34971.419	48301.775
21813.094	31515.336	45497.191	65617.202	94525.279	135992.154

تابع القائمة أ ـ ٢

24%	25%	26%	27%	28%	29%
1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2.240	2.250	2.260	2.270	2.280	2.290
3.778	3.813	3.848	3.883	3.918	3.954
5.684	5.766	5.848	5.931	6.016	6.101
8.048	8.207	8.368	8.533	8.700	8.870
10.980	11.259	11.544	11.837	12.136	12.442
14.615	15.073	15.546	16.032	16.534	17.051
19.123	19.842	20.588	21.361	22.163	22.995
24.712	25.802	26.940	28.129	29.369	30.664
31.643	33.253	34.945	36.723	38.593	40.556
40.238	42.566	45.031	47.639	50.398	53.318
50.895	54.208	57.739	61.501	65.510	69.780
64.110	68.760	73.751	79.107	84.853	91.016
80.496	86.949	93.926	101.465	109.612	118.411
100.815	109.687	119.347	129.861	141.303	153.750
126.011	138.109	151.377	165.924	181.868	199.337
157.253	173.636	191.735	211.723	233.791	258.145
195.994	218.045	242.585	269.888	300.252	334.007
244.033	273.556	306.658	343.758	385.323	431.870
303.601	342.945	387.389	437.573	494.213	558.112
377.465	429.681	489.110	556.717	633.593	720.964
469.056	538.101	617.278	708.031	811.999	931.044
582.630	673.626	778.771	900.199	1040.358	1202.047
723.461	843.033	982.251	1144.253	1332.659	1551.640
898.092	1054.791	1238.636	1454.201	1706.803	2002.616
2640.916	3227.174	3942.026	4812.977	5873.231	7162.824
7750.225	9856.761	12527.442	15909.824	20188.966	25596.664
22728.803	30088.655	39792.982	52571.998	69377.460	91447.963
66640.376	91831.496	126382.798	173697.840	238387.839	326688.902
195372.644	280255.693	401374.471	573877.874	819103.077	1167041.323

تابع القائمة أ ـ ٢

30%	31%	32%	33%	34%	35%
1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2.300	2.310	2.320	2.330	2.340	2.350
3.990	4.026	4.062	4.099	4.136	4.173
6.187	6.274	6.362	6.452	6.542	6.633
9.043	9.219	9.398	9.581	9.766	9.954
12.756	13.077	13.406	13.742	14.086	14.438
17.583	18.131	18.696	19.277	19.876	20.492
23.858	24.752	25.678	26.638	27.633	28.664
32.015	33.425	34.895	36.429	38.029	39.696
42.619	44.786	47.062	49.451	51.958	54.590
56.405	59.670	63.122	66.769	70.624	74.697
74.327	79.168	84.320	89.803	95.637	101.841
97.625	104.710	112.303	120.439	129.153	138.485
127.913	138.170	149.240	161.183	174.065	187.954
167.286	182.003	197.997	215.374	234.247	254.738
218.472	239.423	262.356	287.447	314.891	344.897
285.014	314.645	347.309	383.305	422.954	466.611
371.518	413.185	459.449	510.795	567.758	630.925
483.973	542.272	607.472	680.358	761.796	852.748
630.165	711.376	802.863	905.876	1021.807	1152.210
820.215	932.903	1060.779	1205.814	1370.221	1556.484
1067.280	1223.103	1401.229	1604.733	1837.096	2102.253
1388.464	1603.264	1850.622	2135.295	2462.709	2839.042
1806.003	2101.276	2443.821	2840.943	3301.030	3833.706
2348.803	2753.672	3226.844	3779.454	4424.380	5176.504
8729.985	10632.746	12940.859	15738.077	19124.859	23221.570
32422.868	41029.810	51869.427	65504.842	82636.815	104136.251
120392.883	158300.134	207874.272	272613.194	357033.889	466960.385
447019.389	610723.057	833058.110	1134511.085	1542539.100	2093875.934
1659760.743	2356147.606	3338459.988	4721367.756	6664396.222	9389019.656

تابع القائمة أ ـ ٢

36%	37%	38%	39%	40%
1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2.360	2.370	2.380	2.390	2.400
4.210	4.247	4.284	4.322	4.360
6.725	6.818	6.912	7.008	7.104
10.146	10.341	10.539	10.741	10.946
14.799	15.167	15.544	15.930	16.324
21.126	21.779	22.451	23.142	23.853
29.732	30.837	31.982	33.168	34.395
41.435	43.247	45.135	47.103	49.153
57.352	60.248	63.287	66.473	69.814
78.998	83.540	88.336	93.398	98.739
108.437	115.450	122.904	130.823	139.235
148.475	159.167	170.607	182.844	195.929
202.926	219.059	236.438	255.153	275.300
276.979	301.111	327.284	355.662	386.420
377.692	413.522	452.652	495.370	541.988
514.661	567.524	625.659	689.565	759.784
700.939	778.509	864.410	959.495	1064.697
954.277	1067.557	1193.886	1334.698	1491.576
1298.817	1463.553	1648.563	1856.230	2089.206
1767.391	2006.067	2276.016	2581.160	2925.889
2404.651	2749.312	3141.902	3588.813	4097.245
3271.326	3767.557	4336.825	4989.450	5737.142
4450.003	5162.554	5985.819	6936.335	8032.999
6053.004	7073.699	8261.430	9642.506	11247.199
28172.276	34149.230	41358.175	50044.592	60501.081
131084.122	164820.416	207004.080	259686.345	325400.279
609890.482	795462.089	1036045.327	1347493.183	1750091.741
2837578.930	3839047.558	5185314.126	6991997.191	9412424.353
13202094.174	18527915.885	25951990.850	36280676.378	50422288.099

القائمة أ ـ ٣. القيمة الحالية لدينار واحد

السنة	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
1	0.990	0.980	0.971	0.962	0.952
2	0.980	0.961	0.943	0.925	0.907
3	0.971	0.942	0.915	0.889	0.864
4	0.961	0.924	0.888	0.855	0.823
5	0.951	0.906	0.863	0.822	0.784
6	0.942	0.888	0.837	0.790	0.746
7	0.933	0.871	0.813	0.760	0.711
8	0.923	0.853	0.789	0.731	0.677
9	0.914	0.837	0.766	0.703	0.645
10	0.905	0.820	0.744	0.676	0.614
11	0.896	0.804	0.722	0.650	0.585
12	0.887	0.788	0.701	0.625	0.557
13	0.879	0.773	0.681	0.601	0.530
14	0.870	0.758	0.661	0.577	0.505
15	0.861	0.743	0.642	0.555	0.481
16	0.853	0.728	0.623	0.534	0.458
17	0.844	0.714	0.605	0.513	0.436
18	0.836	0.700	0.587	0.494	0.416
19	0.828	0.686	0.570	0.475	0.396
20	0.820	0.673	0.554	0.456	0.377
21	0.811	0.660	0.538	0.439	0.359
22	0.803	0.647	0.522	0.422	0.342
23	0.795	0.634	0.507	0.406	0.326
24	0.788	0.622	0.492	0.390	0.310
25	0.780	0.610	0.478	0.375	0.295
26	0.772	0.598	0.464	0.361	0.281
27	0.764	0.586	0.450	0.347	0.268
28	0.757	0.574	0.437	0.333	0.255
29	0.749	0.563	0.424	0.321	0.243
30	0.742	0.552	0.412	0.308	0.231
35	0.706	0.500	0.355	0.253	0.181
40	0.672	0.453	0.307	0.208	0.142
45	0.639	0.410	0.264	0.171	0.111
50	0.608	0.372	0.228	0.141	0.087

تابع القائمة أ ـ ٣

6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%
0.943	0.935	0.926	0.917	0.909	0.901
0.890	0.873	0.857	0.842	0.826	0.812
0.840	0.816	0.794	0.772	0.751	0.731
0.792	0.763	0.735	0.708	0.683	0.659
0.747	0.713	0.681	0.650	0.621	0.593
0.705	0.666	0.630	0.596	0.564	0.535
0.665	0.623	0.583	0.547	0.513	0.482
0.627	0.582	0.540	0.502	0.467	0.434
0.592	0.544	0.500	0.460	0.424	0.391
0.558	0.508	0.463	0.422	0.386	0.352
0.527	0.475	0.429	0.388	0.350	0.317
0.497	0.444	0.397	0.356	0.319	0.286
0.469	0.415	0.368	0.326	0.290	0.258
0.442	0.388	0.340	0.299	0.263	0.232
0.417	0.362	0.315	0.275	0.239	0.209
0.394	0.339	0.292	0.252	0.218	0.188
0.371	0.317	0.270	0.231	0.198	0.170
0.350	0.296	0.250	0.212	0.180	0.153
0.331	0.277	0.232	0.194	0.164	0.138
0.312	0.258	0.215	0.178	0.149	0.124
0.294	0.242	0.199	0.164	0.135	0.112
0.278	0.226	0.184	0.150	0.123	0.101
0.262	0.211	0.170	0.138	0.112	0.091
0.247	0.197	0.158	0.126	0.102	0.082
0.233	0.184	0.146	0.116	0.092	0.074
0.220	0.172	0.135	0.106	0.084	0.066
0.207	0.161	0.125	0.098	0.076	0.060
0.196	0.150	0.116	0.090	0.069	0.054
0.185	0.141	0.107	0.082	0.063	0.048
0.174	0.131	0.099	0.075	0.057	0.044
0.130	0.094	0.068	0.049	0.036	0.026
0.097	0.067	0.046	0.032	0.022	0.015
0.073	0.048	0.031	0.021	0.014	0.009
0.054	0.034	0.021	0.013	0.009	0.005

تابع القائمة أ ـ ٣

12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%	17.0%
0.893	0.885	0.877	0.870	0.862	0.855
0.797	0.783	0.769	0.756	0.743	0.731
0.712	0.693	0.675	0.658	0.641	0.624
0.636	0.613	0.592	0.572	0.552	0.534
0.567	0.543	0.519	0.497	0.476	0.456
0.507	0.480	0.456	0.432	0.410	0.390
0.452	0.425	0.400	0.376	0.354	0.333
0.404	0.376	0.351	0.327	0.305	0.285
0.361	0.333	0.308	0.284	0.263	0.243
0.322	0.295	0.270	0.247	0.227	0.208
0.287	0.261	0.237	0.215	0.195	0.178
0.257	0.231	0.208	0.187	0.168	0.152
0.229	0.204	0.182	0.163	0.145	0.130
0.205	0.181	0.160	0.141	0.125	0.111
0.183	0.160	0.140	0.123	0.108	0.095
0.163	0.141	0.123	0.107	0.093	0.081
0.146	0.125	0.108	0.093	0.080	0.069
0.130	0.111	0.095	0.081	0.069	0.059
0.116	0.098	0.083	0.070	0.060	0.051
0.104	0.087	0.073	0.061	0.051	0.043
0.093	0.077	0.064	0.053	0.044	0.037
0.083	0.068	0.056	0.046	0.038	0.032
0.074	0.060	0.049	0.040	0.033	0.027
0.066	0.053	0.043	0.035	0.028	0.023
0.059	0.047	0.038	0.030	0.024	0.020
0.053	0.042	0.033	0.026	0.021	0.017
0.047	0.037	0.029	0.023	0.018	0.014
0.042	0.033	0.026	0.020-	0.016	0.012
0.037	0.029	0.022	0.017	0.014	0.011
0.033	0.026	0.020	0.015	0.012	0.009
0.019	0.014	0.010	0.008	0.006	0.004
0.011	0.008	0.005	0.004	0.003	0.002
0.006	0.004	0.003	0.002	0.001	0.001
0.003	0.002	0.001	0.001	0.001	.000

تابع القائمة أ ـ ٣

18.0%	19.0%	20.0%	21.0%	22.0%	23.0%
0.847	0.840	0.833	0.826	0.820	0.813
0.718	0.706	0.694	0.683	0.672	0.661
0.609	0.593	0.579	0.564	0.551	0.537
0.516	0.499	0.482	0.467	0.451	0.437
0.437	0.419	0.402	0.386	0.370	0.355
0.370	0.352	0.335	0.319	0.303	0.289
0.314	0.296	0.279	0.263	0.249	0.235
0.266	0.249	0.233	0.218	0.204	0.191
0.225	0.209	0.194	0.180	0.167	0.155
0.191	0.176	0.162	0.149	0.137	0.126
0.162	0.148	0.135	0.123	0.112	0.103
0.137	0.124	0.112	0.102	0.092	0.083
0.116	0.104	0.093	0.084	0.075	0.068
0.099	0.088	0.078	0.069	0.062	0.055
0.084	0.074	0.065	0.057	0.051	0.045
0.071	0.062	0.054	0.047	0.042	0.036
0.060	0.052	0.045	0.039	0.034	0.030
0.051	0.044	0.038	0.032	0.028	0.024
0.043	0.037	0.031	0.027	0.023	0.020
0.037	0.031	0.026	0.022	0.019	0.016
0.031	0.026	0.022	0.018	0.015	0.013
0.026	0.022	0.018	0.015	0.013	0.011
0.022	0.018	0.015	0.012	0.010	0.009
0.019	0.015	0.013	0.010	0.008	0.007
0.016	0.013	0.010	0.009	0.007	0.006
0.014	0.011	0.009	0.007	0.006	0.005
0.011	0.009	0.007	0.006	0.005	0.004
0.010	0.008	0.006	0.005	0.004	0.003
0.008	0.006	0.005	0.004	0.003	0.002
0.007	0.005	0.004	0.003	0.003	0.002
0.003	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001
0.001	0.001	0.001	.000	.000	.000
0.001	.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000	.000

تابع القائمة أ ـ ٣

24.0%	25.0%	26.0%	27.0%	28.0%	29.0%
0.806	0.800	0.794	0.787	0.781	0.775
0.650	0.640	0.630	0.620	0.610	0.601
0.524	0.512	0.500	0.488	0.477	0.466
0.423	0.410	0.397	0.384	0.373	0.361
0.341	0.328	0.315	0.303	0.291	0.280
0.275	0.262	0.250	0.238	0.227	0.217
0.222	0.210	0.198	0.188	0.178	0.168
0.179	0.168	0.157	0.148	0.139	0.130
0.144	0.134	0.125	0.116	0.108	0.101
0.116	0.107	0.099	0.092	0.085	0.078
0.094	0.086	0.079	0.072	0.066	0.061
0.076	0.069	0.062	0.057	0.052	0.047
0.061	0.055	0.050	0.045	0.040	0.037
0.049	0.044	0.039	0.035	0.032	0.028
0.040	0.035	0.031	0.028	0.025	0.022
0.032	0.028	0.025	0.022	0.019	0.017
0.026	0.023	0.020	0.017	0.015	0.013
0.021	0.018	0.016	0.014	0.012	0.010
0.017	0.014	0.012	0.011	0.009	0.008
0.014	0.012	0.010	0.008	0.007	0.006
0.011	0.009	0.008	0.007	0.006	0.005
0.009	0.007	0.006	0.005	0.004	0.004
0.007	0.006	0.005	0.004	0.003	0.003
0.006	0.005	0.004	0.003	0.003	0.002
0.005	0.004	0.003	0.003	0.002	0.002
0.004	0.003	0.002	0.002	0.002	0.001
0.003	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001
0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001
0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001
0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	.000
0.001	.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000	.000

تابع القائمة أ ـ ٣

30.0%	31.0%	32.0%	33.0%	34.0%	35.0%
0.769	0.763	0.758	0.752	0.746	0.741
0.592	0.583	0.574	0.565	0.557	0.549
0.455	0.445	0.435	0.425	0.416	0.406
0.350	0.340	0.329	0.320	0.310	0.301
0.269	0.259	0.250	0.240	0.231	0.223
0.207	0.198	0.189	0.181	0.173	0.165
0.159	0.151	0.143	0.136	0.129	0.122
0.123	0.115	0.108	0.102	0.096	0.091
0.094	0.088	0.082	0.077	0.072	0.067
0.073	0.067	0.062	0.058	0.054	0.050
0.056	0.051	0.047	0.043	0.040	0.037
0.043	0.039	0.036	0.033	0.030	0.027
0.033	0.030	0.027	0.025	0.022	0.020
0.025	0.023	0.021	0.018	0.017	0.015
0.020	0.017	0.016	0.014	0.012	0.011
0.015	0.013	0.012	0.010	0.009	0.008
0.012	0.010	0.009	0.008	0.007	0.006
0.009	0.008	0.007	0.006	0.005	0.005
0.007	0.006	0.005	0.004	0.004	0.003
0.005	0.005	0.004	0.003	0.003	0.002
0.004	0.003	0.003	0.003	0.002	0.002
0.003	0.003	0.002	0.002	0.002	0.001
0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001
0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001
0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
0.001	0.001	0.001	0.001	.000	.000
0.001	0.001	0.001	.000	.000	.000
0.001	0.001	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000	.000

تابع القائمة أ ـ ٣

36.0%	37.0%	38.0%	39.0%	40.0%
0.735	0.730	0.725	0.719	0.714
0.541	0.533	0.525	0.518	0.510
0.398	0.389	0.381	0.372	0.364
0.292	0.284	0.276	0.268	0.260
0.215	0.207	0.200	0.193	0.186
0.158	0.151	0.145	0.139	0.133
0.116	0.110	0.105	0.100	0.095
0.085	0.081	0.076	0.072	0.068
0.063	0.059	0.055	0.052	0.048
0.046	0.043	0.040	0.037	0.035
0.034	0.031	0.029	0.027	0.025
0.025	0.023	0.021	0.019	0.018
0.018	0.017	0.015	0.014	0.013
0.014	0.012	0.011	0.010	0.009
0.010	0.009	0.008	0.007	0.006
0.007	0.006	0.006	0.005	0.005
0.005	0.005	0.004	0.004	0.003
0.004	0.003	0.003	0.003	0.002
0.003	0.003	0.002	0.002	0.002
0.002	0.002	0.002	0.001	0.001
0.002	0.001	0.001	0.001	0.001
0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
0.001	0.001	0.001	0.001	.000
0.001	0.001	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000
.000	.000	.000	.000	.000

القائمة أ ـ ٤ . القيمة الحالية للدفعات السنوية

السنة	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
1	0.990	0.980	0.971	0.962	0.952	0.943	0.935	0.926
2	1.970	1.942	1.913	1.886	1.859	1.833	1.808	1.783
3	2.941	2.884	2.829	2.775	2.723	2.673	2.624	2.577
4	3.902	3.808	3.717	3.630	3.546	3.465	3.387	3.312
5	4.853	4.715	4.580	4.452	4.329	4.212	4.100	3.993
6	5.795	5.604	5.417	5.242	5.076	4.917	4.767	4.623
7	6.728	6.476	6.230	6.002	5.786	5.582	5.389	5.206
8	7.652	7.331	7.020	6.733	6.463	6.210	5.971	5.747
9	8.566	8.170	7.786	7.435	7.108	6.802	6.515	6.247
10	9.471	8.994	8.530	8.111	7.722	7.360	7.024	6.710
11	10.368	9.802	9.253	8.760	8.306	7.887	7.499	7.139
12	11.255	10.595	9.954	9.385	8.863	8.384	7.943	7.536
13	12.134	11.373	10.635	9.986	9.394	8.853	8.358	7.904
14	13.004	12.137	11.296	10.563	9.899	9.295	8.745	8.244
15	13.865	12.887	11.938	11.118	10.380	9.712	9.108	8.559
16	14.718	13.623	12.561	11.652	10.838	10.106	9.447	8.851
17	15.562	14.346	13.166	12.166	11.274	10.477	9.763	9.122
18	16.398	15.055	13.754	12.659	11.690	10.828	10.059	9.372
19	17.226	15.752	14.324	13.134	12.085	11.158	10.336	9.604
20	18.046	16.436	14.877	13.590	12.462	11.470	10.594	9.818
21	18.857	17.108	15.415	14.029	12.821	11.764	10.836	10.017
22	19.660	17.768	15.937	14.451	13.163	12.042	11.061	10.201
23	20.456	18.416	16.444	14.857	13.489	12.303	11.272	10.371
24	21.243	19.053	16.936	15.247	13.799	12.550	11.469	10.529
25	22.023	19.679	17.413	15.622	14.094	12.783	11.654	10.675
30	25.808	22.647	19.600	17.292	15.372	13.765	12.409	11.258
35	29.409	25.370	21.487	18.665	16.374	14.498	12.948	11.655
40	32.835	27.871	23.115	19.793	17.159	15.046	13.332	11.925
45	36.095	30.173	24.519	20.720	17.774	15.456	13.606	12.108
50	39.196	32.295	25.730	21.482	18.256	15.762	13.801	12.233

تابع القائمة أ ـ ٤

9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%
0.917	0.909	0.901	0.893	0.885	0.877	0.870	0.862	0.855
1.759	1.736	1.713	1.690	1.668	1.647	1.626	1.605	1.585
2.531	2.487	2.444	2.402	2.361	2.322	2.283	2.246	2.210
3.240	3.170	3.102	3.037	2.974	2.914	2.855	2.798	2.743
3.890	3.791	3.696	3.605	3.517	3.433	3.352	3.274	3.199
4.486	4.355	4.231	4.111	3.998	3.889	3.784	3.685	3.589
5.033	4.868	4.712	4.564	4.423	4.288	4.160	4.039	3.922
5.535	5.335	5.146	4.968	4.799	4.639	4.487	4.344	4.207
5.995	5.759	5.537	5.328	5.132	4.946	4.772	4.607	4.451
6.418	6.145	5.889	5.650	5.426	5.216	5.019	4.833	4.659
6.805	6.495	6.207	5.938	5.687	5.453	5.234	5.029	4.836
7.161	6.814	6.492	6.194	5.918	5.660	5.421	5.197	4.988
7.487	7.103	6.750	6.424	6.122	5.842	5.583	5.342	5.118
7.786	7.367	6.982	6.628	6.302	6.002	5.724	5.468	5.229
8.061	7.606	7.191	6.811	6.462	6.142	5.847	5.575	5.324
8.313	7.824	7.379	6.974	6.604	6.265	5.954	5.668	5.405
8.544	8.022	7.549	7.120	6.729	6.373	6.047	5.749	5.475
8.756	8.201	7.702	7.250	6.840	6.467	6.128	5.818	5.534
8.950	8.365	7.839	7.366	6.938	6.550	6.198	5.877	5.584
9.129	8.514	7.963	7.469	7.025	6.623	6.259	5.929	5.628
9.292	8.649	8.075	7.562	7.102	6.687	6.312	5.973	5.665
9.442	8.772	8.176	7.645	7.170	6.743	6.359	6.011	5.696
9.580	8.883	8.266	7.718	7.230	6.792	6.399	6.044	5.723
9.707	8.985	8.348	7.784	7.283	6.835	6.434	6.073	5.746
9.823	9.077	8.422	7.843	7.330	6.873	6.464	6.097	5.766
10.274	9.427	8.694	8.055	7.496	7.003	6.566	6.177	5.829
10.567	9.644	8.855	8.176	7.586	7.070	6.617	6.215	5.858
10.757	9.779	8.951	8.244	7.634	7.105	6.642	6.233	5.871
10.881	9.863	9.008	8.283	7.661	7.123	6.654	6.242	5.877
10.962	9.915	9.042	8.304	7.675	7.133	6.661	6.246	5.880

تابع القائمة أ ـ ٤

18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%
0.847	0.840	0.833	0.826	0.820	0.813	0.806	0.800	0.794
1.566	1.547	1.528	1.509	1.492	1.474	1.457	1.440	1.424
2.174	2.140	2.106	2.074	2.042	2.011	1.981	1.952	1.923
2.690	2.639	2.589	2.540	2.494	2.448	2.404	2.362	2.320
3.127	3.058	2.991	2.926	2.864	2.803	2.745	2.689	2.635
3.498	3.410	3.326	3.245	3.167	3.092	3.020	2.951	2.885
3.812	3.706	3.605	3.508	3.416	3.327	3.242	3.161	3.083
4.078	3.954	3.837	3.726	3.619	3.518	3.421	3.329	3.241
4.303	4.163	4.031	3.905	3.786	3.673	3.566	3.463	3.366
4.494	4.339	4.192	4.054	3.923	3.799	3.682	3.571	3.465
4.656	4.486	4.327	4.177	4.035	3.902	3.776	3.656	3.543
4.793	4.611	4.439	4.278	4.127	3.985	3.851	3.725	3.606
4.910	4.715	4.533	4.362	4.203	4.053	3.912	3.780	3.656
5.008	4.802	4.611	4.432	4.265	4.108	3.962	3.824	3.695
5.092	4.876	4.675	4.489	4.315	4.153	4.001	3.859	3.726
5.162	4.938	4.730	4.536	4.357	4.189	4.033	3.887	3.751
5.222	4.990	4.775	4.576	4.391	4.219	4.059	3.910	3.771
5.273	5.033	4.812	4.608	4.419	4.243	4.080	3.928	3.786
5.316	5.070	4.843	4.635	4.442	4.263	4.097	3.942	3.799
5.353	5.101	4.870	4.657	4.460	4.279	4.110	3.954	3.808
5.384	5.127	4.891	4.675	4.476	4.292	4.121	3.963	3.816
5.410	5.149	4.909	4.690	4.488	4.302	4.130	3.970	3.822
5.432	5.167	4.925	4.703	4.499	4.311	4.137	3.976	3.827
5.451	5.182	4.937	4.713	4.507	4.318	4.143	3.981	3.831
5.467	5.195	4.948	4.721	4.514	4.323	4.147	3.985	3.834
5.517	5.235	4.979	4.746	4.534	4.339	4.160	3.995	3.842
5.539	5.251	4.992	4.756	4.541	4.345	4.164	3.998	3.845
5.548	5.258	4.997	4.760	4.544	4.347	4.166	3.999	3.846
5.552	5.261	4.999	4.761	4.545	4.347	4.166	4.000	3.846
5.554	5.262	4.999	4.762	4.545	4.348	4.167	4.000	3.846

تابع القائمة أ ـ ٤

27%	28%	29%	30%	31%	32%	33%	34%	35%
0.787	0.781	0.775	0.769	0.763	0.758	0.752	0.746	0.741
1.407	1.392	1.376	1.361	1.346	1.331	1.317	1.303	1.289
1.896	1.868	1.842	1.816	1.791	1.766	1.742	1.719	1.696
2.280	2.241	2.203	2.166	2.130	2.096	2.062	2.029	1.997
2.583	2.532	2.483	2.436	2.390	2.345	2.302	2.260	2.220
2.821	2.759	2.700	2.643	2.588	2.534	2.483	2.433	2.385
3.009	2.937	2.868	2.802	2.739	2.677	2.619	2.562	2.508
3.156	3.076	2.999	2.925	2.854	2.786	2.721	2.658	2.598
3.273	3.184	3.100	3.019	2.942	2.868	2.798	2.730	2.665
3.364	3.269	3.178	3.092	3.009	2.930	2.855	2.784	2.715
3.437	3.335	3.239	3.147	3.060	2.978	2.899	2.824	2.752
3.493	3.387	3.286	3.190	3.100	3.013	2.931	2.853	2.779
3.538	3.427	3.322	3.223	3.129	3.040	2.956	2.876	2.799
3.573	3.459	3.351	3.249	3.152	3.061	2.974	2.892	2.814
3.601	3.483	3.373	3.268	3.170	3.076	2.988	2.905	2.825
3.623	3.503	3.390	3.283	3.183	3.088	2.999	2.914	2.834
3.640	3.518	3.403	3.295	3.193	3.097	3.007	2.921	2.840
3.654	3.529	3.413	3.304	3.201	3.104	3.012	2.926	2.844
3.664	3.539	3.421	3.311	3.207	3.109	3.017	2.930	2.848
3.673	3.546	3.427	3.316	3.211	3.113	3.020	2.933	2.850
3.679	3.551	3.432	3.320	3.215	3.116	3.023	2.935	2.852
3.684	3.556	3.436	3.323	3.217	3.118	3.025	2.936	2.853
3.689	3.559	3.438	3.325	3.219	3.120	3.026	2.938	2.854
3.692	3.562	3.441	3.327	3.221	3.121	3.027	2.939	2.855
3.694	3.564	3.442	3.329	3.222	3.122	3.028	2.939	2.856
3.701	3.569	3.447	3.332	3.225	3.124	3.030	2.941	2.857
3.703	3.571	3.448	3.333	3.226	3.125	3.030	2.941	2.857
3.703	3.571	3.448	3.333	3.226	3.125	3.030	2.941	2.857
3.704	3.571	3.448	3.333	3.226	3.125	3.030	2.941	2.857
3.704	3.571	3.448	3.333	3.226	3.125	3.030	2.941	2.857

تابع القائمة أ ـ ٤

36%	37%	38%	39%	40%
0.735	0.730	0.725	0.719	0.714
1.276	1.263	1.250	1.237	1.224
1.673	1.652	1.630	1.609	1.589
1.966	1.935	1.906	1.877	1.849
2.181	2.143	2.106	2.070	2.035
2.339	2.294	2.251	2.209	2.168
2.455	2.404	2.355	2.308	2.263
2.540	2.485	2.432	2.380	2.331
2.603	2.544	2.487	2.432	2.379
2.649	2.587	2.527	2.469	2.414
2.683	2.618	2.555	2.496	2.438
2.708	2.641	2.576	2.515	2.456
2.727	2.658	2.592	2.529	2.469
2.740	2.670	2.603	2.539	2.478
2.750	2.679	2.611	2.546	2.484
2.757	2.685	2.616	2.551	2.489
2.763	2.690	2.621	2.555	2.492
2.767	2.693	2.624	2.557	2.494
2.770	2.696	2.626	2.559	2.496
2.772	2.698	2.627	2.561	2.497
2.773	2.699	2.629	2.562	2.498
2.775	2.700	2.629	2.562	2.498
2.775	2.701	2.630	2.563	2.499
2.776	2.701	2.630	2.563	2.499
2.777	2.70[illegible]	2.631	2.563	2.499
2.778	2.702	2.631	2.564	2.500
2.778	2.703	2.632	2.564	2.500
2.778	2.703	2.632	2.564	2.500
2.778	2.703	2.632	2.564	2.500
2.778	2.703	2.632	2.564	2.500

المراجع

أولا/ المراجع العربية

1- ارشيد.عبد المعطي، جودة. محفوظ، 1999، ادارة الائتمان، دار وائل للنشر، ط2.

2- الشماع، خليل، عبد الله، خالد امين، التحليل المالي للمصارف، اتحاد المصارف العربية، 1990.

3- الشماع. خليل محمد حسن، 1992، الإدارة المالية، بغداد، الطبعة الرابعة.

4- الراوي. خالد، وآخرون، نظرية التمويل الدولية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية2002.

5- ارشيد. عبد المعطي، و خريوش. حسني علي، 1995، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الاولى.

6- الصائغ، حنا رزوقي، 1987، الادارة المالية العامة ودورها في التنمية الادارية، المنظمة العربية للعلوم الادارية، عمان.

7- الخلايلة.محمود، 1998، التحليل المالي باستخدام البيانات الحاسبية،، ط2.

8- السامرائي. عدنان هاشم،، 1997، الإدارة المالية، دار زهران للنشر والتوزيع،.

9- الحسيني عرفات فقي، 1999، التمويل الدولي، الطبعة الاولى، عمان مجدلاوي للنشر.

10-الجزيري.خيري علي، 1993، ادارة مالية / 2، جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة

11- الحناوي.محمد صالح، 2002، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية.

12- المومني. غازي فلاح، 2002، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع.

13- المنياوي. جاد، 1999، ا لإدارة المالية قرار التمويل، دار الأصدقاء للطبعة المنصورة،.

14- الراوي. خالد، وآخرون، 2002، نظرية التمويل الدولية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية.

15- الميداني. محمد ايمن عزت، 1999، الإدارة التمويلية في الشركات، الإصدار الثاني، مكتبة العبيكان،.

16- آل آدم. يوحنا اللوز. سليمان، 2005، دراسة الجدوى الاقتصادية، دار المسيرة، ط2.

17- باز. فريدي، أبي صالح. جورج، 1997، بورصة الادوات المالية وإدارة المحافظ، اتحاد المصارف العربية، بيروت

18- بيرنز، ف، ب، م، هافرانك، دليل اعداد دراسات الجدوى الصناعية، منظمة الامم المتحدة للتنمية الصناعية، فينا، 1993.

19- توفيق. جميل احمد، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت لبنان.

20- توماس ماير، وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة السيد احمد عبد الخالق، دار المريخ1996

21- هندي. منير ابراهيم، 1999اساسيات الاستثمار في الاوراق المالية، منشاة المعارف، الاسكندرية،.

22- هندي. منير إبراهيم، 1996، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث.

23- هندي. منير إبراهيم، 1993، أدوات الاستثمار في أسواق راس المال، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، 1993.

24- هندي. منير إبراهيم، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث 1996.

25- حنفي. عبد الغفار و قرياقص. رسمية، 2001، الأسواق المالية، الدار الجامعية.

26- حنفي. عبد الغفار، الإدارة المالية المعاصرة، 1993، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.

27- حماد. طارق عبد العال، 2001، تقييم أداء البنوك التجارية (تحليل العائد والمخاطرة)الدار الجامعية بالإسكندرية،.

28- حسون. توفيق، الادارة المالية، منشورات جامعة دمشق1997.

29- حناوي. محمد صالح، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية 2002.

30-حنفي. عبد الغفار و قرياقص. رسمية، الأسواق المالية، الدار الجامعية، 2001.

31-حنفي عبد الغفار، الإدارة المالية المعاصرة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية 1993.

32- حماد. طارق عبد العال، تقييم أداء البنوك التجارية (تحليل العائد والمخاطرة)الدار الجامعية بالإسكندرية، 2001.

33-طنيب. محمد شفيق، وآخرون، 1992، أساسيات الإدارة المالية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية.

34- يونس. محمود، و مبارك عبد النعيم، 2002، النقود واعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية،.

35- محمد. نظير رياض، 2001، الإدارة المالية والعولمة، المكتبة العصرية،.

36- محمد. نظير رياض، الإدارة المالية والعولمة، المكتبة العصرية، 2001.

37- عوض. عبد المنعم وآخرون،، تحليل ونقد القوائم المالية، القاهرة، دار الكتاب المصري، 1993.

38- عقل. مفلح، 1995ـ مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى.

39- عباس.علي، 2002، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، مكتبة الرائد العلمية -عمان، الطبعة الأولى .

40- عبد الهادي. محمد سعيد، 1999، الإدارة المالية الحامد.

41- عباس.علي، 2003، إدارة الأعمال الدولية، الحامد الطبعة الأولى.

42- عابد محمد سيد، 1999، التجارة الدولية، مكتة ومطبعة الاشعاع الفنية.

43- عباس.علي، 2002، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، مكتبة الرائد العلمية -عمان، الطبعة الأولى.

44- عبد الهادي. محمد سعيد، 1999، الإدارة المالية الحامد،.

45- عباس.علي، 2003، إدارة الأعمال الدولية، الحامد الطبعة الأولى.

46- علي.رمضان محمد غنيم، 1997، المحاسبة المتقدمة دراسات في المشاكل المحاسبية المعاصرة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان.

47- خان.محمد يونس، غرايبة. هشام، 1995، الإدارة المالية، مكتب الكتب الأردني.

48- خر يوش. حسني علي، وآخرون، 1999، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان الأردن..

49- رمضان. زياد، 1998، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، عمان.

50- رضوان، رافت، 1999، عالم التجارة الالكترونية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، بحوث ودراسات.

51- صبح، محمود، 2000، الادارة المالية طويلة الاجل قرارات محورية لتعظيم الثروة (الاستثمار، التمويل، التوزيع) الطبعة الاولى.

52- كراجة.عبد الحليم، 2002، الادارة المالية والتحليل المالي، عمان دار صفاء للنشر والتوزيع، ط 2.

53- تعليمات إدراج الاوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004

ثانيا/ المراجع الأجنبية:-

1- Brigham & Houston"FinancialManagement",By Eugene F. Brigham And joel.F.Houston,Harcour College Publishers,9th,Ed Orlande,FI ,USA,2000

2- ClydeP.Stickney,&PaulR.Brown,"Financial Reporting and Statement Analysis A Strategic Perspective" 4th Edition,2000.

3- Gitman.J Lawrence, "Principles of Managerial Finance, Addison Wesley", 9 th 2000.

4- Harry G.Guthhmann, "Analysis Financial Statements", Forth Edition 1982.

5- John.Ellis,David.Williams, Corporate Strategy and Financial Analysis,Pitman Publisherng, 2003.

6- Russell J Fuller&Janes L.Fassall, Modern Investments and Securety Analysis, Mc Graw-Hall Book Company ,New Yourk 2000.

7- Weston. Besley& Brigham, "Essential Of Managerial Finance",11th Edition 1996.

8- AmericanAccounting Association Report of the Committee on Foundation of Accounting M easurement" The Accounting Review, Supplement TO Vol.46, 1971

9- Kohler. E"Dictionary for Accountants"Englewood Cliffs New Jersy: Prentice Hall Inc, 2*ad Edition 1961"

10- Statement of Cash Flow "Statement of Financial Accounting - Standards"FASB, 1987.

11- International Accounting Standards Committee " International Accounting –St

12- Statement of Cash Flow "Statement of Financial Accounting - Standards"FASB, 1987.

13- International Accounting Standards Committee ". International Accounting –Standards"1996,

الإدارة المالية المعاصرة







Yaman